全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

近距离感受中国本土私募明星

首度披露私募实战技巧

解读私募明星最新策略

中国青年出版社



中国私募

——16位阳光私募明星访谈录

陈晓燕 ◯ 编著



鼎力推荐

全国人大财经委法案室主任朱少平　　国金证券副总裁纪路

国都证券研究所所长许维鸿　　光大证券研究所副所长潘向东

民族证券研发中心副总经理徐一钉　　著名金融证券专家何诚颖

邓继军：2008年大盘下跌近70%却逆市取得23.12%正收益的"超常冠军"！

罗伟广：2009年，凭借192.57%的收益率，将指数和"中国股神"王亚伟远远甩在了后面！

谁将问鼎2010年收益冠军？黑马如何横空出世？如何续写投资传奇？本书将为您——解密。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理想藏书55188

中国私募

——16位阳光私募明星访谈录

陈晓燕 ◎ 编著

中国青年出版社



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目(CIP)数据

解密中国私募：16位阳光私募明星访谈录 / 陈晓燕编著.
—北京：中国青年出版社，2010.9
ISBN 978-7-5006-9517-2
Ⅰ.解… Ⅱ.陈… Ⅲ.基金—投资—研究—中国
Ⅳ.F832.51
中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第171198号

解密中国私募：16位阳光私募明星访谈录

作　　者：陈晓燕
策划编辑：周习华　周　红
责任编辑：田　宇
美术编辑：张　建
出　　版：中国青年出版社
发　　行：北京中青文文化传媒有限公司
电　　话：010-65516873/65518035
网　　址：www.cyb.com.cn　www.diyijie.com
制　　作：中青文制作中心
印　　刷：北京中科印刷有限公司
版　　次：2010年10月第1版
印　　次：2010年10月第1次印刷
开　　本：850×1020　1/20
字　　数：195千字
印　　张：11.5
书　　号：ISBN 978-7-5006-9517-2
定　　价：38.00元

中青版图书，版权所有，盗版必究

我社将与版权执法机关配合大力打击盗印、盗版活动，敬请广大读者协助举报，经查实将给予举报者重奖。
举报电话：
北京市版权局版权执法处
010-64081804
中国青年出版社
010-65516873
010-65518035

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目 录 Contents

序 一 朱少平 / 009
序 二 张剑辉 / 013
自 序 陈晓燕 / 015

◆ **罗伟广** 中国式价值投资 / 019

2009年冠军之路 / 021
成功在于坚持"价值投资" / 022
关注个股赚钱机会 / 028
警惕小盘股的泡沫破灭 / 032
长期看好3G、锂电池、电动车及太阳能 / 033

◆ **曾昭雄** 投资中国经济未来 5 年的增长点 / 035

未来5年在"转型"中走向扩张期 / 037
投资黄金季 / 038
竞争性强的行业利润增长潜力大 / 039
关注成长型企业 / 040
用产业投资眼光捕捉资本市场机会 / 041
2011年行情会好于2010年 / 043
寻找长期成长的公司 / 044

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

◆ **曾晓洁** 兵无常势，水无常形 / 047

从人寿到私募：压力大、自由多 / 049
投资中最重要的是“顺势而为” / 053
太个性化的未必能赚钱 / 055
关于银行和地产如何选股的问题 / 056
关注宏观政策 / 057
谨慎看待，灵活应变 / 060

◆ **李泽刚** 资本市场的“猎人” / 065

阳光私募理财产品风险小于公募 / 067
利用估值体系紊乱获取超额投资收益 / 068
2009年中期调整面临拐点 / 069
股价由供求关系决定 / 071
应对重于预测 / 074
影响2010年的几个主题词 / 075
2010年精耕细作大有可为 / 077
预测十倍牛股 / 078

◆ **魏上云** 北京“阳光私募”第一人 / 079

不参与“基于预测”的股指期货 / 081
选择“价值+市场偏差”的投资机会 / 081
银行承载过去和未来的双重负担 / 084
看好低碳、消费等行业 / 085
关于医药股的“不熟不投” / 086
不断完善的风控过程 / 087

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

"公转私"后责任压力更大 / 088
阳光私募堪比"对冲基金" / 089
投资中最重要的是"依据" / 090

◆ 伍　军 安静地交易 / 093

寻求风险和收益配比的最佳组合 / 095
安静地投资 / 096
利用对冲工具平衡风险收益 / 098
私募要注重持续营销 / 099
两条主线主导行情 / 100
第四季度重新寻找平衡点 / 104
没有夕阳行业，只有夕阳企业 / 106
关于"物以稀为贵" / 107

◆ 童第轶 计划性投资者 / 109

不计划就乱了 / 111
中期角度孕育风险 / 111
半年内股指期货对大盘影响不大 / 113
蓝筹不具备整体走强的条件 / 114
防御为主，看重个股行情 / 116
先虑败，后虑胜 / 118
以正合，以奇胜 / 119
不要轻易否定一个好的投资行为 / 120
提前布局，不追热点 / 121
投资第一原则就是"不亏损" / 122

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

◆ 何 震 做一个持续赚钱的私募 / 125

2010年难现大行情 / 127
2010年是3G爆发年 / 130
投资的三种策略 / 131
2010年是私募行业整固年 / 132

◆ 许 勇 远见者稳进 / 133

熊市取胜的策略 / 135
价值选股，趋势择时 / 136
大势判断要看准 / 138
培养中国基金业“特种部队” / 139
警惕两只“虎” / 142
成长和创新是主题 / 144

◆ 陈 宇 乐观时变 / 145

A股“雪崩” / 147
股指期货——狮群狩猎季节 / 148
地产新政引发资金链咬合断裂 / 150
房地产行业迈入成熟期 / 152
捕捉五大投资机会 / 154
价值分析，轮动投资 / 157
做成功的企业 / 162

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

◆ **常士杉** 黑马涌现 / 165

严格风控，集中持股 / 167
投资牢记不亏钱 / 168
实业转身私募 / 170
三因素促成大盘筑底 / 171
大牛市前中小盘仍为投资重点 / 172
三低买入等待“白天鹅” / 173

◆ **李彦炜** 寻找隐形冠军 / 175

供大于求造成大盘持续走低 / 177
如何寻找“隐形冠军” / 179
交易原则——“盈利加仓” / 182
“振荡市”跌多不卖，涨多不买 / 184

◆ **邓继军** 有所为，有所不为 / 187

私募行业刚起步 / 189
金中和脱颖而出的“三根毫毛” / 191
制度变革和政策导向带来投资机会 / 193

◆ **田荣华** 做研究驱动型投资 / 195

投资理念：成长性价值投资 / 197
优化型组合投资管理 / 198
私募更强调绝对收益 / 199
熊市取得正收益的秘密 / 201

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

◆ **廖黎辉** 坚持右侧交易 / 205

上半年宏观经济低通胀高增长 / 207
3400点关口看好2010年走势 / 209
抓住阶段行情 / 210
以全球的眼光看投资 / 212

◆ **吴险峰**“透明”市场操作 / 219

振荡期蓝筹难有大行情 / 221
挖掘“结构性牛市”机会 / 221
“新蓝筹”将在经济转型中诞生 / 224
“透明”即信任 / 225
“止损止盈双向预警和强平机制”止损 / 226
博弈就是“少亏多盈”/ 227
投资要看宏观 / 227
力求规模与业绩的匹配 / 229

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

序 一 Preface

解密中国私募

第一次与晓燕女士见面，是在一位私募基金经理投资策略会上，当她向我描述编著《解密中国私募》一书的想法时，引起了我的较大兴趣，我也给予了相应的关注与支持。虽然国内有关证券投资类的书籍无数，但对于私募基金经理 这一特殊人群的投资风格及思路进行深入剖析的书籍似还少见。

“私募”在我国证券市场已有了相当的规模与影响力，但大多数人对其仍是雾里看花，不明就里，私募经理更被蒙上了一层神秘的色彩，人们对他们的市场判断、政策把握、投资风格、操作方法、盘面感觉等都感莫测和新鲜。所谓私募即私募基金，指有关投资机构向特定对象募集资金形成基金，再以基金为主体从事某种专门投资，获取较高收益的投资方式。目前我国私募基金按投资对象与风格主要划分为证券投资基金与股权投资基金两个大类。本书中所说的主要是从事证券，亦即在二级市场进行证券交易的私募基金。这种证券类的私募基金又主要有三种：一是所谓的阳光私募；二是资金信托计划类的私募；还有一些人称地下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

私募的私募基金。其实这个概念不准确，严格来说，这部分是指完全没有履行相关法定程序，而由委托人之间协议进行的代客理财。在这几类证券投资私募基金中，又以阳光私募最为人们所关注。不仅这类基金经理的投资策略、操作风格以及关注领域等常为人们津津乐道，甚至有机构对他们的投资效益等定期进行专门的评价和排名。

国外曾有一本经久不衰的畅销书——《股市奇才：美国股市精英访谈实录》，作者施瓦格采访美国当代多位业绩最好的证券交易和投资者：如一个过去想当艺术家或作家，后来却在股票交易上取得年平均复合收益115%业绩的经理人；一个在1992年和1993年交易中分别获得年收益率563%和322%业绩的中西部农场主。作者通过与这些天才的深入交谈，向广大读者探讨了他们取得优秀业绩的方法，介绍了他们的投资理念、投资策略、操作风格，以及一些其他读者希望探求的奥秘和应当汲取的经验和教训。

与上书异曲同工的《解密中国私募》一书，记录了对16位私募基金经理的采访，虽然在资本市场的长河中，他们的业绩证明时间并不长，但他们事业的高潮或低谷却契合了2007年中国股市的巅峰、2008年的谷底、2009年的反弹与2010年的振荡。无疑，这三年多的时间是中国资本市场有史以来最具有代表性的期间。通过此书，投资者可以了解这些私募经理如何“驾驭”牛市、“抗衡”熊市，“周旋”猴市，从而取得较好的收益，获取“功名”，也能体会他们在事业低谷中如何与自己、与市场进行不懈抗争。

难能可贵的是，本书记录了这些“股市奇才”对中国股市进行实战的经验和心得：“我们把中国A股市场定义为非有效性市场，中间信息的流动也存在大量非对称的现象。从参与者角度讲，这个市场极富波动性，也充满着机会。”“我们一方面要努力探索对企业作价值评估的方式方法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另一方面要探寻市场内在的运行机制，你只有更好地了解市场运行机制以后，才能知道这个偏差为什么会出现，当出现价值偏差的时候我们会有比较好的应对措施，获取比较好的投资收益。”“我的观点——从来没有夕阳的行业，只有夕阳的企业，所以我觉得在各个板块做得优秀的人都可能涌现出来。”“很多好的公司、强的公司会出现在一些竞争性行业，包括跟老百姓息息相关的消费性、服务性行业，包括医疗保健，这块利润比重应该提高。”对投资者来说，这些话语可谓句句珠玑。

讲到私募，不能不涉及立法。过去，国外立法对私募并无太多的规范。欧盟多数国家有关基金的立法通常对私募基金没有太多规定，但在证券投资基金及信托投资问题上，却对企业养老基金，特别是年金通过资产管理以及其他方式进行证券投资作了较多限定，而且在政策上给予免税等扶持，美国的做法也大同小异，基本不限制。但在国际金融危机以后，他们的思路发生了较大的变化，包括美国在内的发达国家已开始着手对私募基金，特别是对对冲基金进行必要的规范，由过去的基本放任，到目前的适度管理，甚至对某些私募业务给予必要的限制。我国《证券投资基金法》立法中，原已为部分私募留有余地，该法第一百零一条规定，“基金管理公司或者国务院批准的其他机构，向特定对象募集资金或者接受特定对象财产委托从事证券投资活动的具体管理办法，由国务院根据本法的原则另行规定”。这一规定一是对机构的范围限制较窄；二是对私募的募集对象、规范内容等都未予明确。而且自法律出台后至今，国务院并未出台具体规定。而在现实生活中，各类证券和股权类的私募却相继产生，并快速发展。这不仅对我们的市场规范与监管工作提出了复杂的课题，同样给我们的立法提出了新的任务。为此，一些专家学者和业内人士纷纷建议加强这方面的立法，或对“基金法”进行必要修改。立法机关已开始着手这方面的工作，前期已进行了广泛调研，目前正在进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行深入研究论证。相信不久的将来，监管和立法机关定会形成明确的意见或结论，而且我认为这种意见或结论总体上会有利于私募事业的发展，因为健康规范的私募投资既有利于民间投资，同样有利于行业乃至国家经济和社会的发展。

《解密中国私募》的出版，为人们走近私募、了解私募提供了一扇清澈的窗口。祝贺它的问世，希望它能对读者研判市场，认识私募有所斩获！

全国人大财经委法案室主任　朱少平

2010年9月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

序 二 Preface

展示真实、鲜活的私募行业

自 1949 年美国人琼斯发起设立第一只对冲基金始，60 年来，对冲基金行业的发展变化始终吸引着世人的目光。行业规模的迅速膨胀，绝对回报定位下突出的风险收益特征，丰富多样的投资策略，以及丰厚利润下对人才的吸引力，都是对冲基金的魅力所在。

2004 年 2 月，国内首只包括“银行、证券公司、信托公司、投资顾问”四要素在内的阳光私募深国投·赤子之心（中国）集合资金信托设立。几年以来，国内阳光私募基金行业延续对冲基金的发展轨迹，迅速吸引了资产管理行业及投资者的关注。

尽管阳光私募基金尚无法引入对冲基金多样化的投资策略，但在绝对收益目标的定位以及灵活的操作空间下，投资顾问展示出相对鲜明的投资操作风格特征。除直接的风险水平差异，如适度积极的尚雅、新价值、汇利、源乐晟，平衡型的朱雀、武当，稳健型的智德、星石等，阳光私募投资顾问在操作策略上也有较为鲜明的对比，如采取中长期买入持有策略的广州长今、上海君富，适度灵活操作的武当、源乐晟、新价值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

频繁快速交易的中睿合银，采取逆向投资策略的淡水泉，兼顾价值投资和趋势交易策略的江苏瑞华，擅长组合管理的智德，等等。另外，随着私募投顾产品线的扩张，专注某一领域主题的产品也开始出现，如从容投资发行的投资医疗医药领域产品、金中和发行的并购主题产品等等。

因此，随着阳光私募的不断发展壮大，对其中佼佼者投资策略的介绍揭示，不仅有助于帮助投资者更清晰地认识阳光私募，而且可以适当地起到引导市场形成多元化、有效的投资理念和风格的作用。本书正是立足于此，通过作者之笔，不仅让我们了解众多阳光私募对于未来经济和市场的看法和判断，更为重要的是深入了解了其投资理念和风格，以及置身于私募行业的酸甜苦辣和各自摸索的经营之道，展示出一个真实、鲜活的阳光私募行业。

国金证券基金研究中心总监　张剑辉

2010年9月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自 序 Preface

揭开神秘面纱 分享智慧人生

“时维九月，序属三秋。”2010年的秋天，《解密中国私募——16位阳光私募明星访谈录》终于得以面市，撰写本书的想法缘自曾经在和讯网创办的栏目“中国阳光私募明星访谈录”。

回顾中国私募基金的发展历程：

2004年，国内第一只阳光私募基金在深圳诞生。

之后，中国资本市场迎来一轮波澜壮阔的牛市行情，公募基金急剧扩容，阳光私募也悄然兴起，积蓄力量，引而不发。

2008年，中国股市突然高台跳水，上证指数骤然跌去60%，各路投资者损失惨重，市场上一片哀鸿。阳光私募基金此时脱颖而出，整体收益远远超越其他各种机构投资者，其中有7只私募产品全年取得正收益，与市场上其他资金全年巨额亏损相比，更显难能可贵。

2009年，羽翼益丰的私募基金掌舵人，凭借着灵活的仓位控制及出其不意的市场智慧，成为资本市场上最耀眼的明星。而随着他们的鹊起，中国高端理财市场迎来“千亿时代”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2009年初夏，基于记录私募基金发展历史，探寻私募基金经理的成长经历及投资理念，分析股市未来动向，为投资者提供价值参考，“中国私募明星访谈录”开栏。一年多来，有二十几位基金经理在该栏目中分享了各自的成长经历及投资智慧。

2007年至2010年的中国股市，无疑是需要记录和思考的。2007年波澜壮阔的大牛市、2008年暴跌、2009年振荡。与此同时，创业板开闸、股指期货推出，中国的资本市场日益完善。对比国外对冲基金发展，中国的阳光私募基金前景可窥一斑。

而私募基金，是一个“以人为本”的行业，如果说未来的一段时间，中国可能出现巴菲特、索罗斯这样的投资大家，那么无疑最有可能在私募基金经理这一群体中诞生。而我，非常荣幸地持续关注，并且与各阶段业绩表现突出的私募基金经理进行对话，甚至是持续性地跟踪与交流。

集结成书，在开栏之初，我就立此决心。长久以往，私募基金经理被蒙上神秘面纱，舆论界经常将其“神化”抑或是“妖魔化”。而我，一方面想记录中国私募发展史中一些重要的人或事，同时想把私募基金经理生活化，让公众认识到：第一，他们是有喜怒哀乐的人；第二，他们也有犯错误的时候；第三，在面对错误的时候，他们如何纠错。或许纠错的成功，是他们今日胜出的重要因素之一。

在此，让我把历史的镜头暂时摇回两年前，那是中国股市经过“秋风扫落叶”般扫荡过后的日子。恰逢曾晓洁初建信托基金，无奈下，他驱车前往新疆，在经历过一场“新龙门客栈”般的历险之后，他悟道出“留得青山在，不怕没柴烧”，之后他的投资更加稳健，出手更为准狠。罗伟广在熊市中净值也曾跌去过半，而在随后的一年内，他以192.57%的年净值增长率夺得2009年度头筹，成为名副其实的“反转王”。他坦言逆境崛起的要诀：“在熊市中，要保持信誉，加强自己的投资能力”。而这个信誉，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就是在初期，代替亲戚朋友理财亏损后，他也要打工赚钱全部还上所逐步建立起来的信誉。能力，则是他不断总结并予以完善的投资理念。

而私募的鹊起，并非反转超速，缘于2008年熊市的“不跌神话”，2008年的“私募王”称号当属深圳金中和资产管理公司。在上证指数下挫六成的背景下，仍取得了23%的正收益，虽然在2009年业绩表现并不抢眼，但综合两年以来仍属上乘。正如首席执行官曾军所说：“希望金中和是马拉松的冠军。”同样在熊市中抢眼的还有田荣华。熊市中，他仍然不断买入股票，从而创造着正收益的神话。伍军则是“把风险控制溶入血液”中的基金管理人。

在此，我还想纠正一个错误认识。许多人被股市吸引，好像这是一条获取金钱的捷径。实际上，那些优秀的基金经理无一不是付出极多的人。我的采访对象中，90%的人将工作与爱好合二为一，表现为对投资的持续狂热。他们的努力在印证一个道理——要想获得可观的利润，必须为掌握技巧而倾尽全力，这就像没有一个人能够靠空闲时间练习滑冰而成为世界冠军。我所熟知的童第轶，每天工作到深夜，制订第二天严格的执行计划，而田荣华更是业内有名的“不是在看研究报告，就是准备要看研究报告”的工作狂人。

所有的人，都会面临这样那样的困惑与痛苦，私募基金管理人也不例外，比如为排名所累，为客户的不理解所苦恼。“熊市不亏，牛市跑赢”这似乎是所有客户的终极目标。但是所有的事物都有正反两面，正如巴菲特的价值投资和索罗斯的趋势投资结合起来是不可思议的一样，所以不要希冀2008年的金中和与2009年的新价值成为一体。一个理性的投资者，应该具有选择A或者选择B的能力，也就是选择适合自己风格的基金经理，能够容忍一个优秀的基金经理熊市中亏40%，或者是对牛市中落后股指保持平和的心态。世界上没有完美的投资，股神巴菲特的年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回报率为24.7%，索罗斯为28.6%，他们财富增值的秘密是“复利”。所以，取得财富的秘密是持续的回报，而不是高额的回报。

正如我的好友光大证券研究所副所长潘向东所说：“私募在中国资本市场似乎很神秘，一些股票的大幅起落似乎总与他们相关。晓燕通过对话的方式，清晰、深刻、富有见地地描绘出他们的内心世界。《解密中国私募》不仅给我们带来了大量宝贵的投资经验，也给我们揭开了私募的神秘面纱。”这恰是我撰写此书的初衷，希冀通过此书给读者带来人生启迪，破解财富密码！

在此，感谢所有参与访谈的基金经理的倾囊惠赠，录入此书中的私募明星不分伯仲，以定稿日期为序。由于篇幅原因，还有一些优秀访谈尚未录入此书，本就打算出版系列图书，以不断发现并推出优秀的基金经理人，分享他们的投资智慧，体味他们的人生况味。

感谢全国人大财经委法案室主任朱少平、国金证券副总裁纪路、国金证券基金研究中心总监张剑辉、国都证券研究所所长许维鸿、光大证券研究所副所长潘向东、中国民族证券研发中心副总经理徐一钉、著名金融专家何诚颖博士给予此书的支持与厚爱！

感谢好友江涛帮我实现出书的梦想；感谢中国青年出版社所有为此书辛劳付出的工作人员，特别感谢周红、周习华、李玲香及田宇。

感谢和讯网的所有同事，特别是首席运营官陈剑峰、和讯网副总编辑李明瑜对我一路的支持与厚爱；特别感谢特稿部记者安娜、芦长娟、华东新闻中心总监孙竹芗、华南新闻中心副总监莫莉对本书的贡献。

陈晓燕

2010年9月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



罗伟广

中国式价值投资

罗伟广是广东新价值投资有限公司投资决策委员会主席，经济学硕士，具有证券从业经历10年。其管理的阳光私募基金“新价值2期”自2008年2月成立以来，大幅跑赢大盘和公募基金，收益率（扣除管理费和业绩提成后）达到76%，同期大盘下跌32%。2009年收益率达到192.57%，名列全国阳光私募年度榜冠军。

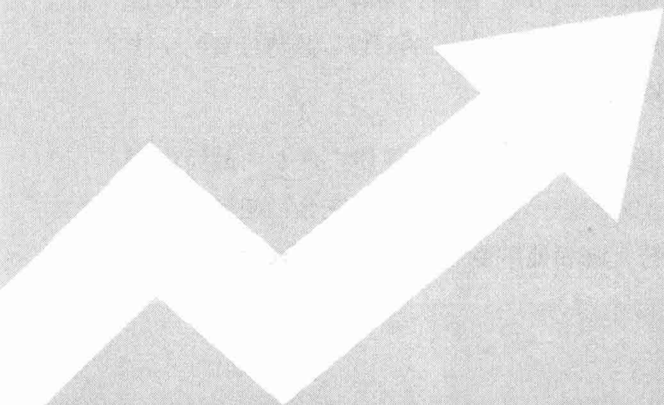
他的投资理念是暴利拐点法+行业错判法，他自己解释是“中国特色的价值投资法：抄底的时候以价值投资的标准选股，持股的时候以趋势投资的手法运作，逃顶的时候以技术分析来判断时点”。

“本性流露永远胜过豪言壮语。”率真、本我的罗伟广是业内最受欢迎的私募基金经理之一。他的坦荡不仅表现在对成功过程一览无余的回顾，还表现在他对自己犯过的错误从不讳言，就如他所说：“我会不断总结经验，相信下一次我会做得更好。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2009年走过冠军之路的他，如今面临诸多舆论压力，正如2009年的金中和。然而，投资市场是一个长跑过程，希望各方对这些私募基金经理保持宽容之心。

他也一再强调："罗伟广是人，不是神，人是会犯错误的，希望大家不要过度关注短期，我的目标是长期做到中上水平。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2009年冠军之路

年初选择小盘股及新能源板块个股且满仓操作；4月下旬小盘股上攻势头不减之时，悄然撤退转而潜伏金融、地产等蓝筹；6月下旬进行第二次大换仓，换为医药、消费等防御性板块，成功避开了金融、地产股的大调整。8、9月份市场下跌中，3300点清仓，2800点再次杀入；第四季度配置钢铁化工、新能源、3G等。2009年，如果一个基金经理按照上述思路依次进行投资，会获得多高的收益率?

同时来看2009年整体状况：股市大幅反弹，上证综合指数上涨79.98%，沪深300指数涨幅达96.71%，王亚伟管理的华夏大盘精选以116.19%的收益率夺得年度收益率冠军。有人能够挑战"公募一哥"吗?

阳光私募基金——新价值2期基金经理罗伟广以192.57%的累计收益率，夺得2009年度头筹，并远远超过最牛公募基金的业绩。

"大部分投资者还不敢贸然进入市场，市场流动性并不充裕，热点很有可能从小盘股开始，因此选择了新能源板块。"这是罗伟广在2009年第一季度的投资选择。相对于传统产业而言，新能源板块受金融危机的影响较小，有望成为具有巨大成长潜力的高收益产业。经历了第一季度的新能源和政府产业政策的主题性投资，新能源股大幅上涨，近40%的新能源概念股股价翻番。

"第二季度，当新能源个股涨幅巨大、天量信贷放出后，我们认为估值较低的金融、地产板块会有机会。"其实直到5月，新能源个股仍保持着不俗的表现，虽然市场中仍然流传着新能源的神话，但是离谱的估值让罗伟广选择了悄然撤退。事实上，5月份金融地产启动，6月份大蓝筹出现一波强劲的主升浪，新价值2期净值获得较大增长，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

截止到2009年7月3日，达到1.2165元，相对于年初已经翻番。

就在市场沉浸在一片“牛市来临，前期高点可期”的喜悦中，股指突然掉头向下，天量暴跌的历史再次重演，3000点、2900点、2800点，股指如同表演蹦极一般下落。在此之前，根据流动性和估值判断，罗伟广将仓位降低了一半，并且转入医药、铁路等防御性板块。

第四季度，抓住钢铁、化工行业的复苏机会，宝钢股份又给罗伟广的净值加分，同时，他捕捉到新能源、低碳、锂电池、3G的又一轮机会。

2009年全年新价值2期录得净值1.6655元，收益率达到192.57%，名列全国阳光私募年度榜冠军。在市场起伏中，罗伟广牢牢把握住律动的脉搏，并且能在发现错误的时候及时纠正，具有这些品质，他无疑会成为一名优秀的基金管理人。

成功在于坚持“价值投资”

2010年初接受访谈时，说起2009年上半年的成功，罗伟广归于坚持“价值投资”理念，凡事“否极泰来”，2008年市场恐慌性下跌，大坏之后便是大好，重要的是认清趋势转变不可避免，要点在于找出转折点。

记者：罗总管理的新价值2期自2008年2月成立以来，扣除管理费用和业绩提成以后，收益率大幅跑赢大盘93%。2009年增长率达到了193%，也跑赢大盘的公募基金，还在2009年全国阳光私募年度榜中名列冠军。恭喜罗总取得这么好的业绩！您取得这么好的业绩，有什么投资心得跟大家分享一下？

罗伟广：第一，很客观地说，新价值2009年相对比较成功主要是运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

气的成分。因为基本上整个阳光私募界都是绝顶高手在里面，我们不算绝顶高手。公募界、券商界、民间的高手都汇集在里面了，这个平台很公平，现在发的产品有六七百个，已经超过股票基金数量了。所以这么多精英里面肯定各有所长，各有所短，新价值最多是中上水平，要做到前几名绝对是超常发挥、靠运气了。另一方面也说明阳光私募群体已经足够大，每年总有人中彩票，今年就是我们中彩票了。

第二，我们有一些基本的方法保证我们处于市场上的中上水平，你必须有一定的实力处在中上水平，这样运气好中了彩票，才能达到前几名。什么原因使我们在2009年做到中上水平的收益率呢？我最想跟投资者分享的一点是：我们在振荡市做得比较好，而且我认为可能2010年、2011年都是振荡市。2009年的成功应该分两个阶段，上半年成功的方法是有代表性的，上半年持股为主，你不敢买我敢买，这是价值投资者的优势。我看到中国经济没有崩溃，流动性也宽松了，1700点也基本反映了经济下滑的趋势。经济如果崩盘了，也就跌到这里了。无论经济是不是超额复苏，不会再跌到1700点以下了。这个时候考量你能不能做好就是看你的胆量如何，还有你是否坚持价值投资，凡是价值投资者那个时候都能坚持下来。但是2010年和2011年会不会有一次那么恐慌的暴跌，很难说，所以你想再有遍野黄金让你捡，考验你的勇气的好时机，已经过去了。回忆那个阶段为什么成功，已经没有太大的参考意义了。同样在第二季度，4月份到7月份的时候，什么都涨，大盘涨得最多。这个时候你去回顾它没有实际意义。这种阶段也不会经常出现，之前跌得太多了，当时大幅回归正常水平的过程就是单边的上涨，这部分我们做得可以了。我虽然不会做到顶尖水平，起码也是做到中上。



记者观察

索罗斯曾说过：“世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。要获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

得财富，做法就是认清其假象，投入其中，然后在假象被公众认识之前退出游戏！”2009 年下半年，货币政策出现拐点，在市场出现连续大幅上涨之时，罗伟广选择 3300 点撤退，2800 点再次进入。在访谈中，罗伟广介绍了他选择钢铁、化工以及新能源和 3G 的理由，同时，他也对一直存在争议的银行地产股提出看法。

记者：那么在 2009 年下半年，您的投资策略又是如何？

罗伟广：第三季度的 8 月份、9 月份是下跌阶段。这种下跌的幅度在 2010 年和 2011 年可能会出现。我觉得 2009 年的第二季度跟 2008 年第三季度很相似，都是面临货币政策的拐点，没有什么经验，你提前清一点仓，多买一点防御型的股票，这是第一点——做逃顶。第二点，如果跌了也不要怕，跌到有合理价值就买回去了，所以那个时候我们波段基本上做对了，3300 点我们清仓了，2800 点又买回去。但这也是市场波动的机会，也很难强求大家做得好，因为顶部都是套住多数人，底部多数人肯定是不敢买的。方法知道了，但下一次未必能敢买，因为这需要丰富的经验。

最有参考价值的就是 10 月、11 月份，这是上升阶段，很可能 2010 年、2011 年主要的走势都是一种振荡市，这个阶段的特点是好的票已经涨了，那个时候一般投资者比较难做，另外争议也比较大。涨到 3200 点、3300 点，很多人说经济很好，但股票估值又跌，这种阶段怎么赚钱呢？我很想谈谈这方面的经验。

第四季度为什么收益非常好，我们用了另外的办法。2009 年上半年是绝对估值低，这个估值是很透明的，就是因为恐慌，股市跌过头了，只要心态一正常，那就回归，就赚钱了。下半年大家心态已经平稳了，不太悲观，也不太乐观，大多数个股都已经进入合理估值的状态了。那个时候要抓两点：第一，是结构性的变化，一个典型就是银行地产。银行地产在 8 月份一个月跌 30%，有那么夸张吗？银行地产真的那么惨吗？没有。地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产只是下半年销售非常好，价格猛涨。另外，它一个月跌30%，最终会有一个反弹，起码那个时候有一个很明显的交易机会，就是它跌得很多，但是其实没有那么惨，有点类似于上半年。第二，就是银行，因为再融资也跌了30%，后来又反弹了，比如民生银行，涨了将近30%，这种机会只能找有争议的。

大盘进入3000点以后，因为没有太大争议，反而很难有一个强的交易性机会。大家都看好的利好如果已经兑现了，个股反而不涨。但是会不会反过来，像银行地产利空，一个再融资，一个政策打压，这两个利空如果消除了，银行地产会不会有机会呢？同样会有机会。所以我用这个方法在下半年到了市场悲观的时候在银行股做了波段，将近收益20%。

看起来银行再融资是利空，但是回头想，银行为什么再融资？就是因为经济过好，它要放贷，放贷资本融资率不够，这是产能不足，你就是要布置资金去投产。投产有多久？不需要等三年，马上放贷，放贷就有利息，是短平快。觉得经济好了，加息是利空吗？不是利空。利率提高了，信贷规模扩大了，这是大好事，但是好事之前向你拿一点钱扩大再生产，这是坏事吗？也不是坏事。先让你付出一点点代价，后面都是好事。如果经济非常好的话，我觉得银行股没有理由因为再融资去看空它，再融资并不是坏事。

有人担心经济会二次探底，银行会有一个坏账，就是说2009年放贷，2011年就变坏账了，连银行资产都变坏账了，就证明经济很差了。银行股12倍PE就担心经济变差，那么其他行业20倍、30倍、40倍PE，是否下跌空间更大？大家一方面认为因为经济过热会加息对银行是利好，还需要再融资。但又担心经济很差，出现坏账，无论哪一个结果对银行来说都不是最坏的选择。经济好是最安全的，经济差是最受益的，但是现在大家因为它要融资，就把它放一边了，而创业板那么高的市盈率你还要去买，这就是中国投资者犯的典型错误——短视，错过这个机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所以，很多人很奇怪，为什么我当时那么高调看好银行地产，因为从基本面我看的逻辑是对的。市场不看好，我看好，我起码不会错。至于我对不对，赚不赚钱，那就看市场。我赚少一点无所谓，起码相对安全。不过对银行地产这类股票，我喜欢等右侧交易，等利空明朗了，我追进去再买也无所谓。对这个板块提醒投资者注意，在2010年要抓机会，抓这种大家不看好的具有争议的股票，因为市场是错判的，找一个合适的机会打进去，这样才能赚钱。

银行地产是有争议的板块，但钢铁、化工是新的机会，因为钢铁、化工第四季度已经明显复苏了，所以当时我抓对了宝钢股份。这个行业已经有新情况出现，就是它已经复苏了，但是这种个股越来越难找。

还有新的行业，比如新能源、低碳、锂电池、3G，我非常看好3G：东信和平、大唐电信、中兴通讯这一批，我从里面挑了一些，这些个股有什么特点呢？静态估值很高，相对2011年，2010年的估值相对合理。2011年这个行业的前景太大了，上涨空间确实很大，而且已经有些实质性的内容。实质性的意思就是说，你能算出来他这两年的业绩已经趋于合理性，甚至有些股票2011年的估值已经是10倍、15倍之间，这种新兴行业如果动态估值是10到15倍，就具有翻倍的空间，所以我当时就买了它，结果第四季度有些就翻倍了，这是一条投资主线。对这些新的行业，大家还是朦朦胧胧不清楚，但在这些朦胧的行业里面找一些前景很确定的股票，等到兑现的时候就会有很高的收益。因为它们的估值可以是30到40倍，到30倍我可能已经抛了，这时它们的股价已经翻倍了。2010年这个招数还有用，2010年可以挖掘一些拐点行业。

2010年我建议大家把重点放在新兴行业，太阳能里面，三安光电已经涨上去了。如果太阳能行业里面有些新技术出来，还是可以留意的。还有锂电池，因为锂电池有很大的前景，但是现在并没有形成垄断，大家都可以搞，如果突然冒出一家公司搞成了，也可以。而且锂电池不一定只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有比亚迪才能生产。

比亚迪算是“白马”，还有“黑马”，“黑马”刚刚进入这个行业就已经搞成功了，这需要大家去找。还有3G、低碳、煤化工这条线没有炒，天科股份是上游的，这种类型的都是属于清洁能源技术，但是还没有炒，为什么？它面临着跟风电、太阳能一样的问题，就是供应太多。但是它跟风电、太阳能、多晶硅又有一点区别，就是多晶硅跟风电基本上已经成熟了，没有太大的需求空间，供应弹性比需求弹性还大。但是清洁煤不是需求不足，而是没有启动，所以阶段性供过于求、产能过剩，这个过剩是阶段性的。随着政策扶持，我觉得对这个产业链市场基本上没有挖掘，里面还有一些机会。但它也有不确定的风险，凡是涉及到政策都有不确定性，这条线大家必须要清晰。

基于以上原因要先挖银行地产，大家不看好，我去打一个低点；钢铁化工这种管理行业，我又打一些波动；最后是新兴行业，像一些低碳、锂电池、3G、太阳能，这些都是大家耳熟能详的，要保住这个实体，这个方法在2011年还能用。



记者观察

虽说罗伟广将自己的成功归结于“中了彩票”，但是沿着他清晰的投资脉络，我们可以看出，冠军之路绝非运气所能致。总体来讲，他的成功投资在于对今天普通事实的分析和付诸行动的勇气和信心，而核心基础则是他的价值投资方法——“暴利拐点法”。

记者：您怎么看2010年的走势？

罗伟广：2010年第一季度是“二八”转换的成功，蓝筹应该是第一季度的主流，这个时候小盘股阶段性退居二线，因为它已经风光三个月了，可能未来一个月不至于像2009年第二季度一样，蓝筹股一动就是“二八”了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不至于。因为第一季度也是联报，那个时候不会很明显“二八”，但是主流肯定是“二”，负的还是“八”，但如果第二季度大盘调整下来，可能又轮回到小盘股也不奇怪，所以第一季度重点挖掘还是蓝筹里面，但是黑马还是在新兴行业里面找。

记者：刚才您说的低碳、3G这样的行业。

罗伟广：对。



记者观察

历史必将重演，但不会是简单的重复，对于2010年，罗伟广定位还是振荡市，而2009年的成功，在振荡市中仍可复制。

关注个股赚钱机会

虽说市场普遍观点认为，2010年中国宏观经济复苏之路反复，因此股市走势也扑朔迷离，习惯于逆向思维的罗伟广却认为，股市走势并不如想象的那么复杂，他提出，2010年第一季度货币政策定性还是中性，第二季度应该提高警惕，其中最重要的是要看CPI指标。如果货币政策出现拐点，那么就要看当时股市点位，如果在3000点附近，股市不会有太大变化，如果第一季度股市出现大的涨幅，比如4000点，那么政策转向将给股市带来极大的影响。

记者：请罗总解读一下最近市场非常关心的一些热点问题：第一，央行将600亿3个月期央票利率上调4个基点，这也是2008年8月份以来，央票利率的首次上行。第二，国资委官员提醒央企慎入房市、股市和期市。您认为这两条消息对大盘的影响是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

罗伟广：第一，说没有影响肯定是不正确的。市场对整个货币政策很敏感，央票利率的提高就加大了通胀和加息的预期。近期有数据说，12月份通胀会超预期。我觉得这只是众多量变到质变过程中的细微数据。因为央票3个月期利率的提高，到央票一年内利率提高，这是一个很长的过程。这只是一个信号，是否代表这个货币政策根本性的转向，我觉得还没有。

第二，现在回笼的力度加大，可能对应第一季度本来到期的资金货币也非常大。我自认为对市场没有短期影响，中期影响的代价要更明确了，货币政策已经从量变到质变。

记者：已经露出这个苗头，大家看到一系列的政策微调的动作，政策调整是一个逐步的过程，慢慢从过度宽松向适度宽松调节。

罗伟广：关键捕捉两个拐点，货币政策一定要定性为主，定量为辅，微小的变化不足以改变格局，定性还是中性。什么时候从中性变成真正的从紧呢？会不会是2010年的二季度，值得大家观察，可以关注很多指标，最重要是CPI指标，一年央票的利率还是准备金率、利率。这一系列的东西大动的时候才能定性货币性真正的转向，大家看这个转向在市场什么估值水平，如果在3000点，该调就调，未必对市场有很大的影响，如果在4000点影响就很大。所以现在太关注这个事情，它不是质变而是量变就有点反应过度。

另外，提醒央企慎入股市，从我1995年炒股到现在一直都这样说。要看是不是代表方向性的东西，就好像房地产市场，关键是看实质性的政策，一般性的政策扭转不了，但是市场会有反应。现在大家说央企是不是不应该投资股市，股市有泡沫，其实雷声大、雨点小，这不是影响市场的主要因素，现在盯着更主要的因素，基本面就是估值、业绩增长；资金面盯着央行大的政策，盯着人民币是否升值、美元指数，这是决定外资的，盯着资金销售情况，还有老百姓的钱会不会买基金，房地产的钱会不会流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

入股市。这些对市场的影响才是定性和定量都很重要的。

另外，关心现在市场短期的波动，已经半年了，但不可能一直持续下去，振荡了半年总有一个头，还要选择突破，要突破是不是“二八”转换成功才能突破，这才是重要的。所以现在每个阶段有很多影响因素，但是作为投资者应该理清思路：什么时候，什么阶段，哪些因素是最重要的，现在最重要的反而是市场“二八”转换能不能成功，因为基本面现在暂时不会有太大的惊喜，也不会有太大的风险。

记者：其实投资者非常关心一个问题，就是“二八”能不能转换成功。您怎么看？

罗伟广：总体上我是站在转换成功那一派的，持比较乐观的论调。这里有一个逻辑，既然从 7 月份已经调整，炒过防御型、创业板、题材股，现在是中小板，还有创业板都是典型，已经有半年了。我当时提过，中国的热点周期是半年，现在天时是有了，经济复苏，上市公司业务高速增长，这是“天时”。“地利”已经半年没有动了，这个位置很稳，跌不动了。“人和”就是市场认可，老百姓、基金经理、散户认可，这个过程还在酝酿中。天时、地利已经有了，人和还在酝酿中。所以我认为这个基本面的条件是具备了，但是什么时候能上去，这也不是特别重要，反正“二八”转换不成功，大盘应该突破不了 3500 点了，这个推论是成立的。

如果看到基本面，觉得它磨了半年，要不然上去，要不然下去，下去跌到 2800 点合理吗？好像不怎么合理。第二点，估值在 15 倍、16 倍，上市公司业绩高速增长，一大堆好消息，又凭什么让大家那么恐慌，又跌到 15 倍。15 倍的估值相当于 1800，下去的空间不大，最终磨的结果是上去。既然上去，推论就是说“二八”转换不成功，这样一反推这个逻辑就已经清晰了。这个东西基本面已经确定了，波动的方向最终向上的概率是很大了，最终表现形式就是“二八”转换的成功，所以是这个月成功还是下个月成功，就看它了，我们慢慢等着就是了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



记者观察

年初罗伟广预测，基于估值，“二八转换”可以实现。但是，预测毕竟不是现实，他同时提出，“二八转换”不成功，大盘突破不了3500点，但是也跌不过2800点。事后我们可以看到，第一季度上证指数最高点达到3306.75点，最低为2890.02点。

记者：您的观点是，虽然我们看不清大盘可能会涨多高，但是我们可以确定一件事，就是它向下的空间都不是很大，其中还有非常多可以挖掘的题材。

罗伟广：投资者注意一点，你做好个股，一定赚钱。大盘跟我有什么关系，没有关系。只要大盘在3100点，市盈率就是20倍，20倍就可以找到12倍的银行股，有的涨18倍，我也有30倍、50倍的，如果找到新能源，现在15倍，涨到30倍，也涨了1倍了，所以立足于不强求大盘涨多高，反正这个估值体系稳定，就去找个股，抓好热点，在波动里面赚钱，在个股回归里面赚钱，这样才是一个成熟的投资者。

不要期望像4月份、7月份，大家都涨才赚钱，那种是很少的，所以投资者应该立足于振荡市，因为大多数都是振荡市，单边市已经是少数，大家已经习惯了单边市，因为2007、2008、2009年都是单边市，但是已经三年了，事不过三，未来三年说不定就不是单边市，都是振荡市。所以振荡市中最适合选股型、灵活性，这两点都要强调，2010年重点靠个股，第二必须得灵活。



记者观察

2010年1月份罗伟广选择了蓝筹股，但随着大盘下跌，净值也未幸免，2月份，新兴行业下跌后，他果断换仓，3月份净值又进入排行榜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前十。由此可见，正如其年初所言："快速地发现市场偏差并采取行动一定赚钱。"

警惕小盘股的泡沫破灭

2010年4月，在和讯网主办的第一届中国私募尖峰论坛，罗伟广从操作性强调当前是中小盘股鸡犬升天的最后一涨，要警惕小盘股泡沫破灭的操作点。同时，他仍然看好新能源，不过当前"好"的股票已经没有了"好"的价钱。

罗伟广：我们做阳光私募最重要的是关注操作性的问题，中长期新兴行业是不是有机会转变增长方式，或者市场中长期走一个振荡牛市都没有问题，但是这个事不会使你赚钱或者是赚多少钱，2010年最重要的是要捕捉小盘股泡沫破灭的操作点，或者说大盘蓝筹2010年肯定是没有机会的，但是也会有一个波动的行情。

新兴行业我是很认同的，因为我在这里赚了大钱。2009年9月和讯网采访我的时候，我就谈到新兴行业梅开二度，我要抄它的底，当时的锂电池、LED等我都买了，现在这些股票我还持有，它们现在还在上涨，搞得我心里不踏实，我搞不清楚是股票好还是市场好。我最后看了一下中小板指数，我认为不是我的股票好，而是所有这样的股票都好了，所以我认为这是中小盘股鸡犬升天的最后一涨，这一上涨就把我也吸引进去了，但是我心里很不踏实，不知道什么时候会再来"5.30"。其他的阳光私募也是一样。

第一季度做得好的阳光私募有很多的特点，也有一些优势，但是我看了一下，普遍都是仓位重，抓了一些主流的热点。第一季度指数下跌，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是很多个股上涨。这里给我一个很不好的感觉，我们现在赚了一个趋势的钱，而且是中小盘股最后一涨的趋势。所以，我要警惕起来，我们要考虑新兴行业未来出多少个苏宁或者是2010年上涨多少，这没有意义，2010年肯定会有一次很大的风险的释放，躲过这个才有意义。如果它真的是苏宁，它先跌30%再翻三倍也是苏宁，我要先躲过这30%再说。这是我对新兴行业操作层面的观点。

长期看好3G、锂电池、电动车及太阳能

罗伟广：从中长期来说，我也是非常认同新兴行业的。中国要启动内需，经济结构也要调整，传统行业很难找到持续性的大机会，但有一个问题，都拿苏宁来说事，有可能创业板所有股票个个都是“苏宁”吗？不可能，“苏宁”可能只有一两家，创业板我认为有十分之一的股票是好的，我就要买到这十分之一。

从我的思路上看，我有几个是比较认同的。第一，3G。我觉得3G是一个跨时代的东西，它会改变很多东西。像当年互联网改变了我们的生活一样，现在拿着iphone我可以做所有的事情，它就是一个掌上的手提电脑。但是现在有一些瓶颈，我是它的第一批用户，我的用户体验非常好，我认为它就是一个跨时代的东西，这是一个杀手锏级别的应用，这个应用是质变，会引起整个行业和人群的模仿，我是它的用户，并且我调研过，我很有信心。所以，这里面会诞生中国新的网易、新浪、Google这样的公司。那么标的在哪里？我也不知道，我只是一个个地找，我找到一些有可能是的，但有的可能会死掉，100个中可能死掉99个，但是无所谓，我就要找其中的那一个，我们关键要看行业，在行业中找到有竞争力量的公司，但是如果在一个大行业不行的时候，即便剩下最后一家，也不可能让你赚

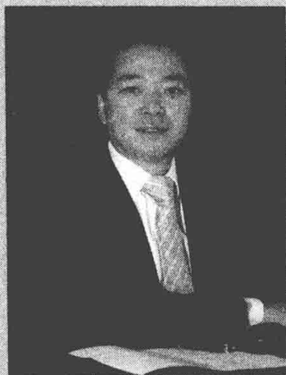
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大钱。

第二，我比较看好锂电池和电动车。现在人均 GDP 是 5000 美元，2009 年又卖了 1300 万辆的汽车，这些在中国来说是很大的一个问题，因为中国是比较缺石油的，现在中国已经是全球最大的汽车制造商，如果还在走汽油的路径，对中国来说是死路一条。在将来中国的环保和资源上会受制约，所以从战略来看中国肯定要发展电动车，电动车的瓶颈是锂电池和电解液，我觉得一两年内公交车的锂电池是成熟了，现在它还不能满足小汽车的需求。但是我觉得公交车对这一方面的要求比较低，所以我觉得现在可以在公交车方面做突破。

第三，我比较看好的是太阳能。我现在投了一些公司，以前是多晶硅，后来是薄膜，现在是聚光发电，我跟踪了这家公司三个季度，我相信它有应用的价值。当年多晶硅技术中国落后外国差不多三四年，现在聚光技术中国落后国外一两年，我认为有比较大的前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



曾昭雄

投资中国经济未来5年的增长点

谈到2010年的投资策略，合赢投资总经理曾昭雄总在强调“必须转变”：“在2010年，我们必须要转变观念，转变我们的方向，要关注消费、消费服务业、新兴产业、新兴产业模式。”

曾昭雄以“投资中国经济未来五年的增长点”为投资主线，持续跟踪外需复苏和国内政策变动，力图把握新一轮经济扩张期与结构调整期的主脉；坚持“以实业投资的视野精选个股”的投资理念，强调从公司内在价值、潜在成长性和公司素质等角度挖掘个股，以把握市场调整和行业分化中的投资机会。

他看好的行业有：

1. 消费服务业，如商业零售、传媒、旅游和医疗保健等；

2. 消费品，如家电、食品饮料（含酒类）和纺织服装等；

3. 综合金融服务业，主要是保险业；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

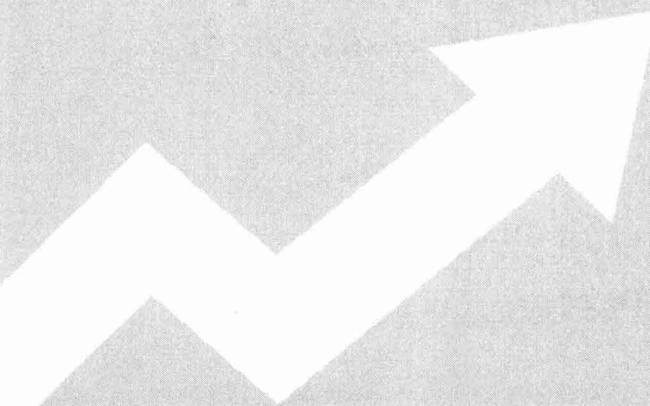
4. 政策扶持投资方向，如电网设备、新能源、节能环保和低碳行业等；

5. 关注出口转机下的相关行业机会，以及地产、银行和证券行业可能超跌出现的交易性投资机会。

曾昭雄，无疑称得上是国内的老牌公募基金经理之一，他历任湘财荷银（现泰达荷银）、景顺长城、招商基金与信达澳银等四家中外合资基金管理公司的投资总监，时间持续8年之久。多年以来，他一直坚持“自下而上”精选个股的价值投资理念，挖掘出众多大牛股，其管理的投资组合在不同市场状况下都能取得卓越的业绩。

2009年春节后，曾昭雄也加入了公募基金经理的“奔私潮”。不过他选择的不是单干，而是加入深圳合赢投资管理公司，这是由美的集团董事长何享健之子何剑锋控股的公司，如今合赢投资管理的资产规模已经超过15亿元。按照股东的深厚背景，如果不出预料，恐怕今日的资产规模只是一次远航前的试水。

2009年6月19日，曾昭雄加入合赢之后的第一只产品——合赢精选1期成立，成立后股市就进入下半年的振荡行情，而该产品净值持续振荡走高，截止到2010年8月24日，累计净值增长率为44.513%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

未来5年在“转型”中走向扩张期

2009年底，对于中国宏观经济走势，曾昭雄判断未来五年的中国经济将在“转型”中走向扩张期，消费在经济结构中的比重将不断提升。消费类和战略性新兴产业在“十二五”期间将加快发展，成为持续的经济增长点。2010年中国经济即进入扩张期，并回归正常化，“三驾马车”促进经济增长将趋于合理化：消费增长加快，投资增长整体回落，出口恢复的程度将完全取决于外需，特别是美国等发达经济体的经济复苏状况。

记者:2009年12月中央经济工作会议为2010年中国经济发展定下基调：在保持宏观经济政策连续性和稳定性的同时，根据新形势新情况，着力提高政策的针对性和灵活性，使2010年经济增长着重在“促进发展方式转变上下功夫”。请您分析一下这种“针对性、灵活性”将会体现在哪些方面?

曾昭雄：我个人理解，2009年货币政策强调适度宽松的货币政策，2010年宽松程度肯定要比2009年有所降低。2009年实行的“很”宽松货币政策或“很”宽松财政政策属于危机应对型的政策，比如出口有没有真正的好转。由于2008年的基数比较低，出口应该会有相对高一点的恢复性增长。至于它在度过低基数阶段之后，是否能够持续增长，还要看发达国家经济恢复的程度。在这样的背景之下，总体来看，2010年宏观经济政策相对2009年将有所收紧，扩张性政策的实行力度也会收一些。国家最近的经济工作会议所强调的无非是以下几点：一是经济结构的调整到了刻不容缓的时期，这是很重要的。二是讲大的调结构。三是促进消费，继续城镇化和推动新兴产业的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关于针对性，就是指针对“调结构”。中国整个经济结构必须调整了。很多人讲，我们还在发展阶段，应该还是以投资和出口为主，中国不可能把消费提得很高，但实际数据并不是这样的。我们分析了10年的数据，1998年到2008年，用的是出口总额占GDP的比重，没有用净出口（出口减进口），具体数据可能有一点点差异，但变化趋势应该是可以看得到的。

1998年中国的消费率是59.6%，接近60%，到2000年，曾经到达了62.3%，但是到2008年，我们的消费率是48%，下降超过13%，其间我们的投资占GDP的比例上涨超过8%，出口占了另外一些百分点。10年前我们的消费率比现在还要高，8年前还要高13%。展望未来，不可能再用高资源投入、破坏环境的发展方式来获得经济增长，不可能再通过建基础设施的高投资形成大的产能，然后去出口。这种结构必须要变。看1998年的水平，消费率接近60%，投资率回到34%、35%的水平，现在我们要花10年时间再把这个结构调回来。假如GDP维持8%以上的增长，消费增长率肯定高于其他，因为它不但要达到8%的增长，还要把结构调回来。很显然，我们的经济结构必须变，这对我们做投资蕴涵着很多的投资机会，当然也要规避掉一些投资风险。新的产业蕴涵着很多投资机会，关键看你选择哪个子行业、哪种发展方式。

投资黄金季

国内CPI在2009年11月份转入正增长，PPI也在12月份转正，中国经济全面走出通缩阴影。曾昭雄判断，2010年GDP增长9%应该没有太大争议，通胀风险不是太大，是投资的黄金季节。

记者：中国社会科学院2009年12月7日发布经济蓝皮书，预测2010

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年 GDP 增长率将稳步回升到 9% 左右，2010 年我国居民消费价格、商品零售价格以及投资品价格水平，将分别上涨 2.1%、1.8% 和 1.3%。那么您怎样看待 2010 年通胀水平和 GDP 增速两者之间的关系？这种关系将怎样影响行业分化趋势？

曾昭雄：社科院的这些数据应该也是经过很深入的数据分析和模型分析的，当然，不同人会有不同的角度。我觉得，经济增长 9% 应该没有太大的争议，除非出现一个我们无法预见的多发因素。总体来讲，按我们国家目前的状况，经济增长达到 9% 应该没有问题，关键是看 CPI、PPI 以及投资品价格、农产品价格。

我认为 2010 年是适合做投资的时期，也就是说这个时期是个黄金季节。如果按春夏秋冬分的话，这段时间应该是秋季，是一个收获的季节，当然风险也会慢慢增加。但中央也讲到，国内经济存在通胀压力，所以部分企业是要管理的。但是有些因素我们控制不了，比如美元走势，国内一方面是产能过剩，另一方面主要是输入性通胀压力比较大。

竞争性强的行业利润增长潜力大

如果经济结构要转型，消费行业的利润一定要提高，否则就无法促进行业的发展。曾昭雄判断，跟老百姓息息相关的消费性、服务性行业，包括医疗保健，利润比重应该提高。

记者：如果 PPI、CPI 相继转正，在我国资源约束结构下，价格、成本和利润的变动将成为市场关心的焦点。这涉及如何看待利润变动情况，请您分析一下行业利润变动的规律，哪些行业增长潜力大，有望成为领跑者？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

曾昭雄：我们也在分析，肯定跟经济行业发展相关，比如低碳经济或者节能减排行业，不一定马上能在2010年体现业绩，因为它的技术还不完全成熟。如果经济结构要变，消费行业的利润一定要提高，没有很高的利润怎么促进这个行业的发展呢？我们也做了分析，从利润角度来说，目前金融业（包括银行）占整个上市公司的盈利超过43%，加上中石油、中石化、中国联通，这几家加在一起占整个上市公司总利润的61%，我还没算其他垄断性行业（水、电）。总体来讲，我认为，这个利润结构是可以持续的。当然，对整个社会来讲，可能又会加进新的东西，包括加进中国移动、中国电信和其他未上市的金融机构。农业和其他服务行业的情况，我们现在还找不到相关数据。简单来讲，垄断性行业占到整个上市公司总利润的61%。我不知道金融业现在从业人员有多少，像银行我估计不会超过1000万。这当然是回报率很高的行业，但这种状况能否持续呢？我们大概分析了美国标准普尔500指数。美国是一个金融深度很高的国家，金融占整体市值的比例也就15%不到，整个利润结构肯定达不到这个比例。长期利润变化的结构，2010年变到什么样的程度我不好说，简单来讲，应该是很多好的公司、强的公司会出现在这些竞争性的行业中，包括跟老百姓息息相关的消费性、服务性的行业，包括医疗保健，这块利润比重应该提高。

关注成长型企业

曾昭雄认为，大小盘风格转换难以实现，股市投资机会主要存在于成长性良好的上市公司，而从成长性空间来看，银行、石化等大蓝筹利润高增长空间已经不大。

记者：请您从时间上，以及大小盘指数之间估值溢价水平上，来分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一下，大小盘股之间的风格转换时机是否已经开始？

曾昭雄：大盘股是跌出来的机会，或者是相对落后的机会，就是别人涨了它没涨或者涨得少，所以可能补涨。可能有各种各样的原因，包括中信银行对巴西银行的收购增持。根据世行的要求，大型银行资本充足率由13%降到11%，还有股指期货的推出等各种各样的原因，长期表现的落后以至现在有补涨的要求是很正常。补涨之后会怎么样？我觉得股市的投资机会主要在于上市公司的成长性，未来展望企业利润成长性，银行、石化双雄利润再高，增长的空间已经不是很大了。

记者：投资者应该关注竞争性的行业或企业？

曾昭雄：也不是，要关注这里面的成长型企业。因为饼子这么分，很大一块已经切走了，另外一块也很难再切开，只能看有没有在其他领域能够增长起来的东西。还是回到刚才所说的比较数据，医疗保健在标普500所占市值比重跟金融差不多，接近40%，金融占40%多一点，而医疗保健占A股市值的1.38%，在沪深300里面，这就是一个空间。

用产业投资眼光捕捉资本市场机会

“要想在股市里赚钱，很重要的一点是你要选对投资标的，我们投资股票最终是针对公司进行投资。”对于投资什么样的公司，曾昭雄介绍，2010年就是要寻找未来五年中国经济增长点。如何寻找，要考虑未来五年增长点在什么地方，结构会怎么调？找到相关行业后，再找哪些公司能实实在在带来收入和利润的增长。

记者：合赢精选1期于2009年6月19日成立，请介绍一下您的投资风格和理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

曾昭雄：作为一个投资机构，要对管理的资产负责任，我们必须更加全面分析目前影响市场的经济、估值水平以及上市公司利润增长的情况，包括国家政策以及目前市场资金流等等，我们会有一个不断成熟的模型。我们会根据这个模型看每个季度市场关键点是什么，找到关键点，这可能会影响到宏观，进而成为影响市场的关键因素，我针对这个因素再进行数据分析，希望一定程度上控制大的风险。

举个例子，我们管理的这只产品，在 2009 年 7 月底，3300 点最多的时候把仓位降到 40% 进行风险控制。长期来讲，要想在股市里赚钱，很重要的一点是你要选对投资标的，我们投资股票最终是针对公司进行投资。投资什么样的公司呢？大的方向说，比如 2010 年，我们希望投资未来 5 年中国经济的增长点，于是我们最近一直在想未来 5 年增长点在什么地方，结构会怎么调？通过观察、考虑这些问题，就此找到一个方向，比如旅游到底使用哪个商业模式能行呢？找到能行的商业模式之后，还要看哪些公司实实在在能给你带来收入和利润的增长。一系列分析下来，我们希望能够看到每个股票内在的价值在哪里，增长的空间在哪里。我们可以多等，比如我等一个月没问题，等三个月也没问题，只要看到的空间对我等的时间来讲是值得等待的。

我们的投资理念大概是这样，用一句话总结就是，我们希望用一个产业投资的眼光去寻求、去捕捉资本市场的投资机会，因为我们也对产业资本做了分析。低的时候敢于去买，这也有些成功的案例，比如我们买了很多钢铁股、水泥股、上下游，包括一些上市公司大股东增持。高的时候，你要从产业价值、产业发展空间、公司发展空间来看，它可能好，但也可能被预期太多了，我们要勇于做出卖出的决定。任何时期都存在着机会，也存在着风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2011 年行情会好于 2010 年

记者：请结合您的理念，介绍一下合赢投资对 2010 年重点行业的配置以及股票选择的投资策略。

曾昭雄：短期看，2010 年第一季度不用太担心，整体来讲后面还会有一个大幅调整，但幅度也不会很大，因为经济是前后高，中间低，相信后面会再回来。回来的概率大一些，是“N”型的走势，我相信股市也可能会走出“N”型的走势。感觉 2010 年市场走势比较难做，“N”型走下来，可能有 10%，好一点获得 20% 的收益；从指数方面来讲可能有 20% 的收益，甚至可能没有收益。这时候我们应该怎么来投资呢？我认为要把握你投资标的的价值，找潜在价值标的去做，同时千万不要去跟风，不要补涨，一定要知道你买的东西的立足点在什么地方。

其实这里面不是没有机会，我认为 2010 年的机会可能是成长性所带来的机会，反观 2010 年的行情可能会有点像 2004~2006 年这段时间的行情，但跌得也不会很深，可能回到 2800、3000 点左右的水平上。

在这个过程里，大市也有补涨的可能，但总体来讲个股分化、行业分化会十分激烈，也可能从现在的“二八”变成“一九”，我不知道，肯定不会说就是一个“二八”现象，所有股票都在涨，这种情况 2010 年可能还不会出现，个股和行业分化会十分激烈，希望大家把握住经济发展变化的主线，把握整个经济变化的主线，之后再落实到每个上市公司价值的变化，去挖掘一些投资机会。接下来找到很好的增长股，当市场波动的时候你到底卖不卖？这的确也是挺难想的问题。所以，要把握好机会，同时控制好风险。

关于投资的标准和方法，不管你做什么，标准其实都是一样的，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尝试用产业角度看待整个市场的投资，资本市场或者其他市场都会出现风险和机会。2010年市场可能会有一定的波动，我相信趋势最终还是会向好的，2011年的行情会好于2010年的行情，最重要的是大家要把握好经济结构的变化，把握好上市公司的价值，做好你的投资，希望大家的投资有理想的回报。

寻找长期成长的公司

随着大盘股和小盘股差异越来越大，市场中关于价值的异议也越来越大。蓝筹股和成长股，哪个具有投资价值，仅仅是由于市值造成的影响吗？2010年4月，曾昭雄在首届私募论坛上就两个投资价值进行了比较说明。

曾昭雄：这次我就想讲清楚一个问题：在2010年或者以后，我们做投资的思路。很多人在讲股指期货推出了，这涉及到风格转换，我们金融分析师也会给我们分析，现在大盘股和小盘股差异越来越大，我们该怎么投资呢？这是我希望和大家探讨的问题。

这里我列出两个典型企业在过去5~10年时间内的情况，代表了两个典型的业态：苏宁电器和宝钢股份。首先声明一下，这并不代表我看好或者不看好苏宁和宝钢，我只是把这两个企业作为过去中国传统产业和新兴产业的代表，来看看这两家公司股票投资者的回报是怎样的，差异是怎样的，另外这种回报的内在原因是什么？把我的分析和大家分享一下，最终的结论是希望找到一些长期成长的公司进行投资。

首先看苏宁，在过去10年它代表了新经济。苏宁是2004年上市的。我的研究员给我算了一下，每年复合增长股价收益率为99%，接近100%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这背后是什么原因？苏宁的主营业务收入在过去 5 年增长了 5.4 倍，净利润也从 2.1% 提高到 2009 年年报的 5.1%，它的平均收益率是 25.2%，这是一个新经济的代表，给我们带来了每年将近一倍的股价收益。

下面看看传统产业宝钢，它在 2000 年上市，从 2000 年到现在它的总市值上涨一倍，意味着它每年给投资者带来的复合收益率是 5%，内在原因是在过去 10 年，它的净利润复合增长率是 -5%。

我这里不是对宝钢有任何的意见，原来它也是我的重仓股，我只是说宝钢代表一种旧经济。为什么会发生这样的情况？现在很多人讲风格转换，我们应该投大盘股，但从宝钢的例子来看，宝钢在过去 10 年只带给你两种机会，一个是市场十分活跃的时候，流动性十分泛滥，2007 年 3 月份以后的一波大幅度上涨，因为这里面有一个逻辑，因为中国经济增长很快，当时全球 10 大市值公司中国占了 6 个。另外就是波段性机会，比如铁矿石谈判与业务的淡旺季，但是它没有带给投资者持续回报机会。

我们看看宝钢的收入，它的增长也接近 5 倍，达到 4.9 倍，但是宝钢股价跑输大盘（十年上涨一倍）的主要原因是净利率下降，上市的时候是 9.7%，高点是 19%，到 2009 年它的净利率只有 3.76%，相信 2010 年有可能还会下降。这里内在的原因在哪里？我个人分析，宝钢刚开始上的时候做的是一种进口替代产品，当时除了它没有谁能够做集装箱板，没有谁能够做汽车板，国内都在进口，所以它可以有一个很高的利润率。但是随着钢铁产业不断的发展，现在能够做汽车板的越来越多了，鞍钢可以做，很多公司都可以做，于是它的净利率在下滑。

另外一个原因，它在 2005 年收购了上钢，盈利能力大幅度下降，这里我只是拿这样一个例子来和大家分析，在过去 20~30 年中，尤其是过去的 10 年，我们对传统产业投入那么大的资本，导致产能过剩，大量的产能过剩对股东来说就代表了过去或者未来盈利能力、收益率不断下降。

而苏宁是一个新的产业，它是轻资产公司，代表对股东有利，资本投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

入相对比较少，但是获得比较快的增长，它也代表了一种新的业态。

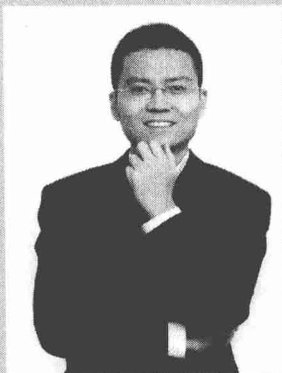
所以我们投资应该怎么投？我也觉得很多创业板股票是很贵的，但是很多公司可能没有分析过，现在很多新商业模式在涌现，我个人判断虽然这里面贵，但也可能有20%的公司是我们可以做长期投资的。

按照美国经验，我们分析了过去美国40年、20年整个产业结构调整的方向，包括美国哪些行业产生大公司，哪些行业消灭大公司。作为一个投资者，我们今后必须适应经济结构的变化，必须适应产业发展的变化，调整我们投资的角度和重点。另外，好的公司不管在哪个行业，所具备的条件与内在投资标准都是一样的。

所以，简单分析可能大盘股和传统行业会给我们带来一些机会，最近也有这样一些条件存在，但是根据我对1996年到2009年整个A股中到底什么股票能够带给我们超过市场10倍收益率的分析，结论都是一些成长的股票。

2010年中国经济是一个转型的年份，我个人认为还是要转变观念，转变我们的方向，还是要关注消费、消费服务业、新兴产业、新兴产业模式，在这里我相信会寻找到很多未来能够持续，每股盈利持续增长的公司，以带给我们所服务的客户持续稳定的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



曾晓洁

兵无常势，水无常形

《孙子兵法·虚实篇》中说："水因地而制流，兵因敌而制胜。兵无常势，水无常形，能因敌变化而取胜者，谓之神。"

北京源乐晟资产管理公司总经理曾晓洁视"兵无常势，水无常形"为投资座右铭。因此他的投资策略没有固定不变的模式，依据"市场先生的情绪"随机应变，顺势而为。他将自己定位于"价值挖掘者、趋势跟随者、风险控制者、绝对回报追求者"。

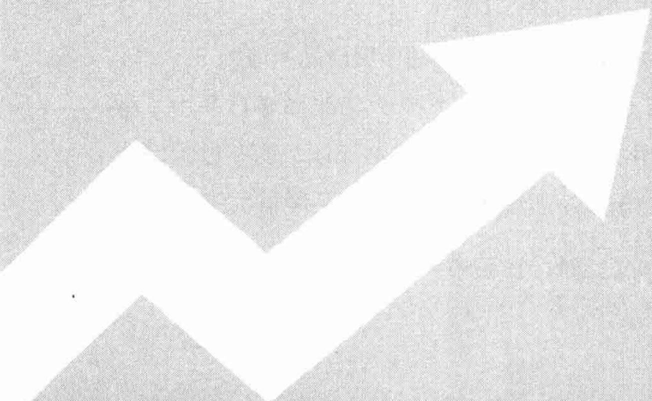
截止到2010年9月10日，由曾晓洁掌舵的中融乐晟产品净值为2.5030。根据国泰君安统计数据显示，截止到4月初，在632只阳光私募产品中（结构化产品数量为155只，非结构化为477只），净值在2元以上的不过12只，其中有6只成立于2008年，中融乐晟净值排在当年成立产品净值的第二位。

回顾中融乐晟产品，2008年成立时，在股市大幅下跌的情况下，年末实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现了 2.2% 的正收益（扣除管理费后），其中仅有 6 只产品实现了正收益；随后在 2009 年创出 135.2% 的收益，排在 2010 年净值增长率前十名。

看到眼前这位清瘦俊雅的青年，我们很难相信是他创造出“熊市不跌，牛市快涨”的神话。虽然少年得志，曾晓洁却一贯保持低调而谦卑、谨言而慎行的态度，将“不亏钱”放在投资原则的首位。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从人寿到私募：压力大、自由多

北大毕业的曾晓洁骨子里流淌着追求自由的精神，因此他放弃了中国人寿资产管理公司的“金饭碗”，加入创业大军。谈到做私募后的最大转变，曾晓洁用六个字总结：“压力大、自由多。”

记者：我们从曾总简历来看，您毕业以后就在中国人寿资产管理公司工作，从事的都是股票投资业务。什么动因使您投身私募呢？

曾晓洁：我觉得私募这个行业在中国以后肯定是一个大有前途的行业。理由很简单，中国人随着收入的增长，中产阶级大量崛起。但是这些中产阶级崛起之后，他未必会有一个专业的理财思路去管理他的财富。我觉得，既然有需求，肯定会有人提供这个服务，我也想加入提供服务这个行列中去。当时我出来之前还是比较看空整个市场，刚好在2008年，因为在熊市的时候我们做一个信托，想要实现净值的增长会比牛市的时候要困难很多。在这个时候如果你净资产做得非常好，表明你投资水平会比普通散户，或者比一般机构稍微强一点，在这种情况下可能客户会更多把这个资金交给你运作，任你管理。

记者：这是逆周期的思维是吧？

曾晓洁：对，我觉得在牛市当中大部分人都能赚钱，只要你把钱放进去，过两个月回来都能赚钱。但是股票不是提款机，毕竟不是所有人都能赚钱，你要拿一个长期投资的观点看这个市场的话，我觉得要用专业的眼光研究经济才能获得超额收益。

记者：在这一年中，您觉得做私募跟您以前在中国人寿从事股票投资有什么不同呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

曾晓洁：我觉得有一个比较大的区别，你自己做这个投资压力更大，但也相对自由一些。你的想法会得到充分的发挥，你看好这个市场，或者不看好这个市场，你完全能够全力执行。另外你相对也自由一些，你可以看自己喜欢的公司，不会受什么约束。总之就是六个字：压力大、自由多。

记者：很难体现自己在投资上的个性化。您这次接受采访时刚好是上证指数即将突破3000点这样一个关口，人们把它称作一个“心理关口”。请问，最近应该卖出股票还是继续持有？

曾晓洁：要回答这个问题，首先要明白一个事情，这轮股市反弹主要原因在什么地方。从2008年11月份开始到现在，相当于股市上涨已经超过了八九个月，这一轮上涨原因我认为主要来自于两个方面。第一个方面，政府在2008年推出了4万亿，除了4万亿之后还推出几个行业振兴计划。第二个方面，全世界政府，包括中国政府在内，向整个实体经济注入了大量的流动性。现在基本可以判定，2008年第四季度是这一轮经济危机的最低点，此后到2009年第一季度、第二季度，甚至我们可以预见到的第三、第四季度，每个季度经济环比都是增加的。在这种情况下，除了实体经济恢复比较快之外，大家知道中国股票市场十几年以来越来越能反映整个实体经济的走势。实际上这一轮股票市场提前对实体经济有一个反映，从2008年的1600多点涨到现在的3000点，确实这个点位是一个比较敏感的心理关口。咱们抛开上证指数不讲，很多基金净值已经超过4000点的位置，涨幅非常巨大。在这个点位上咱们怎么判断市场的走势？我觉得还是得从刚才我提到的股市上涨的原因着手分析，也就是说刚才提到的那两个原因是否可以继续存在？

第一点，政府对经济的恢复，以及经济复苏情况。第二点，中国政府，包括央行、银监会和各大商业银行在内的金融机构，对流动性会采取什么样的态度？从实体经济走势来看，2009年第一季度GDP增长6.3%，第二季度现在大家预期是7%，甚至有经济学家以及专业的宏观研究者认为，第二季

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

度有可能会超过8%。第三季度会达到9%，第四季度甚至会达到10%。如果抛开金融危机，只是看增长数据，实际上这是一个非常好的低通胀、高增长的格局。咱们现在还是可以预期，经济会逐步复苏，因为从宏观经济“三驾马车”来看，投资增长没有任何问题，因为国家在整个实体经济投入了大量的资金，民营经济对房地产投资增长非常快。大家可以看到2009年1月份，房地产投资只有1%，但到2009年5月份，房地产投资总额达到6.8%。从4、5月份两个月消费数据来看，都是增长17%，这是非常好的增长。第三点，出口，出口是大家唯一比较担心的板块，出口是咱们国内政府，以及国内企业没有办法控制的，因为它主要取决于国外实体经济的增长。现在来看，美国有些人说已经过了最低点，有些人说处在最低点的边缘，有些人认为还没过。我个人认为，美国在第四季度肯定会复苏，复苏的快慢现在很难判断，但是最低点肯定会在第三季度出现。另外，欧洲跟日本可能会比美国稍微晚一点，但是也会在第四季度见底，开始复苏。我们认为，出口实际上在第三季度、第四季度环比增长会比较快。有一个数据可以印证，2009年6月份，全社会发电量已经转为正数，特别是浙江、广东、江苏这些以外向型经济为主的经济体，用电量已经实现正增长。这表明出口导向的企业已经有订单，而且出口已经开始有所增长。这个例子可以证明，第三、第四季度出口有可能比大家想得乐观一点。从这“三驾马车”来看，我们认为第三季度到9%，第四季度到9.5%，甚至10%是有可能的。

中国政府往实体经济注入那么多流动性，就是为了保增长。中国通胀在2009年以来一直是负的，我们预计下半年到第四季度的时候，通胀CPI可能会逐步转正。因此我们认为，在这之前中国政府不大可能会轻易从实体经济中抽走流动性。我所谓的抽走流动性是指，整个实体经济贷款余额也好，基础货币是减少的，而不是增速降低。增速有可能降低，因为2008年整个信贷量没有超过5万亿，但是2009年1到5月份已经有5.8万亿，6月份大家预计有1.3到1.5万亿，加起来超过7.3万亿。咱们不可能预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接下来几个月还会像上半年一样，每个月有这么多基础货币的投放。

但是我们认为贷款总额不可能降低，因为政府只有在看到CPI超出所能承担的范围，或者GDP增长达到目标之后，才有可能会缩小信贷和回收流动性。我们认为，在3000点基本面方面依然是比较健康的。

但在这个点位上要注意一个问题，从1600点到3000点这个位置，上证指数差不多涨了80%多，很多个股翻了两倍，甚至三倍。在这个方面股指有一个问题，从低价上面，很多股票有10倍PE甚至20倍。在这种情况下，如果指数继续涨，我们认为现在是流动性最充裕的时候，估值应该是最高点，估值不可能从现在30倍再到40倍，现在再往上走的动力来自于上市公司与整个宏观经济向好，大家对上市公司的业绩和盈利预期是不断上调的。原来预期每股收益是1块钱，如果你的业绩转好超过1块钱的预期，那么市盈率自然就下来了，你的股票价格肯定还有一个向上的空间。

在这个点位上，我建议大家对涨幅过大、估值过高这一现象要保持谨慎。如果大家手里握着股票，你认为上市公司的业绩非常好，而且不断上调业绩，上市公司的情况比大家想的好很多，那么可以继续持有。



记者观察

从2008年10月28日上证指数创下1664.93点新低以来，就一路上扬，到2009年6月30日收盘，达到2959.36点，面临3000点心理关口。曾晓洁认为，分析股市走势的根本，先回顾此轮上涨的原因：一为政府提出经济刺激计划下，经济逐步复苏；二为全世界包括中国政府向实体经济注入大量流动性。当时曾晓洁判断，经济仍在恢复中，流动性也不会很快收紧，从宏观经济基本面来说，3000点依然健康。但是他判断，当时流动性最充裕的时候，估值也应该是最高点，不可能从30倍再到40倍。我们回顾可见，2009年8月上证指数创下3478.01点年内新高，整体估值没能再向上突破。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资中最重要的是"顺势而为"

"主人下山狗在前。"股市运行或者是估值，仍脱离不了宏观经济基本面的支持，在不同的经济周期，市场估值水平就有差异，因此"顺势而为"在投资中是最重要的。

记者：我们再看一下曾总掌控的北京源乐晟资产管理公司，从时间来看，源乐晟成立的时间不长，但是业绩非常好。中融乐晟产品成立于2008年7月8日，随后的3个多月，股市跌幅达40%之多，但是乐晟还保持了净收益。曾总您怎么看自己的业绩?

曾晓洁：其实对于净值的涨跌，不要太在意。这一年多来有一个想法，实际上在做投资的时候不能够太跟市场较劲，所谓顺势而为是非常重要的。在大家一致预期向下，或者经济向下的时候，你非认为上市公司的业绩很好，那么这个上市公司业绩跟宏观经济是背离的，这个估价的决定因素有两个，一个是每股收益，一个是市盈率。整个宏观经济向下，大家给整个市场的估值是向下的。2007年大家给市场的估值是30到40倍市盈率，到2008年最低点大家给10倍，所以我认为顺势而为在这个市场中比较重要。

记者：我想这是源乐晟一直保持稳定增长业绩的原因吧。

曾晓洁：对，我们在2008年7月8日成立信托，我记得当时上证指数是2800点。成立之后，我们刚开始一直是保持轻仓位，也买了一到两只自己比较看好的公司。刚开始是有利润，后来大家看10月份跌到1600点，中小盘股票跌去一半多，我们买的股票跌了30%、40%，我们就在2000点全部都卖掉了，最多的时候仓位没到5%。到了2008年11月份的时候，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们逐渐觉得宏观经济最差的时期可能会过去，但把握度不是非常大，就加了 20%、30% 的仓位。我们信托的策略采取绝对收益的做法，从 1 元钱的面值做到 1.2 元再加重仓位，如果把握不是特别大，一下子盲目把仓位提高到 50% 甚至 100%，你的风险就比较大。

记者：刚才曾总介绍的是 2008 年，在股市下跌的情况下源乐晟还实现正收益的原因。当前来看，私募基金排名变动是很大的，比如说 2008 年一些取得较好收益的私募基金，今年业绩可能不是很好，但是源乐晟一直保持净值不断创新高。在大盘振荡上行的时候，您又采取了什么样的策略？

曾晓洁：刚才我也提到，我做信托采取绝对收益的做法。实际上我们从 2008 年 12 月份开始，特别是春节之前，我们对整个经济是相当乐观的，特别是当时我们听说 1 月份整个信贷投放总额超过 1 万亿。

但是我们净值在 1.1 元以下，仓位大概在 30%、40% 左右。当净值涨到 1.1 元以上，我们把仓位加到 50% 和 60% 以上的仓位。这个市场有很多人操作思维不一样，像公募基金，一个是契约要求股票型基金不能低于 60% 的仓位。第二个，他跑的时候，要看别人是不是比他跑得更快。

我们私募有一个好处，因为私募面对的是个性化客户，目标就是追求绝对收益，所以在 2009 年涨很多的时候，像我们这只基金，仅仅跟大盘是同步的。原因就是我们做绝对收益，风险太高不能把握，还是不敢去搏，所以我们仓位都是在 90% 左右，不敢有很高的仓位。2008 年有一些私募做得非常好，2009 年相对比较保守一点，客户压力也相对小一点，所以净值增长会慢一点。



记者观察

对于新成立的产品，构筑安全垫非常重要，因此源乐晟初期保持低仓位操作，在净值达到 1.1 元以上，才逐步加仓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

太个性化的未必能赚钱

回顾2009年上半年，新能源、家电机械、金融地产板块依次轮动。曾晓洁分析，如果不能把握市场节奏，那么就仍然不能获得收益。他认定两条投资原则：第一要做到绝对回报，第二要做趋势投资者。

记者：最近我参加了很多投资策略会，无论是公募还是私募，大家都在宣传一个投资理念，就是关注主流行业的主流公司，像金融、地产和大宗商品这样一些板块和公司。是不是市场投资理念已经趋同？在趋同的情况下，曾总您觉得怎样实现自己个性化的操作策略？

曾晓洁：我觉得在这个市场中太个性化的未免能赚钱。我比较认同主流板块的提法，因为我原来在人寿资产做投资的时候就认定，第一个绝对回报，第二个趋势投资。我们公司投资理念只有这两点，一个是一定要做到绝对回报，第二个要做趋势投资者。所谓趋势投资者，实际上也部分反映了你关于主流板块的提法。

咱们可以看一下整个市场从2000点到现在快3000点的走势：从2000点到2400点，又回调到2100点，2100点又涨到2500点，2500点之后又涨到3000点，实际上这三个阶段中每个阶段涨幅都不一样，涨的板块也不一样。第一个阶段涨的都是低价股，都是有概念和重组预期的股票。第二个阶段涨的是像家电、机械类的一些股票，因为它的估值比较低。但从2500点到3000点涨的全部是金融资产，如果在这三个阶段你踩的步伐不一致，那么作为投资者最多只能获得跟市场指数相同的收益，不可能获得超额收益。所以我觉得主流板块一定要抓住整个市场主流的板块。比如上半年有人抓住新能源，但新能源股到2500点再也没涨过，而且是跌的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：刚才曾总提到，在不同阶段不同板块可能有不同表现，在3000点以后，您觉得金融地产是不是还是一个主流？

曾晓洁：对，我觉得3000点以上还是理论观点，有估值底线，行业景气是向上的板块，如果符合这两个条件，我觉得金融地产是适合的。像银行、保险，特别是银行的PB虽然现在是2.5倍到3倍之间，PE现在看相当便宜，只有15倍到16倍，但是大家对宏观经济非常乐观，整个估值应该从PB到PE发展，正常情况银行估值可以到20倍，即使你没有办法盈利，你估价也应该涨20%到30%。而且我们认为整个银行盈利是有可能超预期的，因为我们觉得到下半年息差有可能会超出大家之前的预期。

现在也有一些卖方逐步上调银行股估值，上半年觉得2009年银行可能没有增长，或者增长5%，但到现在很多券商已经开始将银行盈利预期增加10%而不是5%，所以我们觉得金融地产是可以的。

另外一个板块，到下半年稳定增长的公司，特别是医药、消费这两个板块，我们觉得可能会有机会。因为相对于2010年的业绩，这两个板块是便宜的，像消费最近涨了一些，贵州茅台、山西汾酒最近涨了一些。医药一直没动过，但是我们相信下半年可能有表现的机会，有些公司会比较明显，到2010年增长率会达到30%到40%。

关于银行和地产如何选股的问题

记者：刚才曾总也介绍了还是看好金融、地产。我们从个股来看，金融板块银行的数量也就那么多，保险公司也就三家，你怎样选择其中的个股？该看哪些指标？

曾晓洁：咱们刚才讲的投资银行理由有两个，一个是估值低，第二个息差有可能超过这个预期，所以选银行股还是从这两个角度出发，即哪个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

银行现在估值最便宜，或者息差会超出预期导致盈利超出预期，选择弹性比较大的。从这个来看可以挑，估值低的像华夏银行，息差弹性比较大的像兴业银行、招商银行，都可以。

记者：你们在地产中怎样选择自己看好的股票？

曾晓洁：因为地产在 A 股中数量比较多，大家需要去挑，一要看项目储备，另外要看这两个整个业绩的释放，有些公司未来两年有大量楼盘推出，业绩增长可能会比较快。另外选择房价涨幅比较快的地方的上市公司，像北京、杭州、深圳，有一些房价涨幅非常快，盈利预期有可能会超出大家原来的预期。



记者观察

2009 年，金融地产板块成为当期热点，当时曾晓洁判断金融地产估值仍会有所提高，但是他指出，下半年医药和消费面临表现机会。事后证明，医药和消费在 2009 年下半年表现抢眼。

关注宏观政策

从宏观经济层面，曾晓洁判断 2010 年 GDP 总体表现不会太差，经济 V 型反转已成定局。但需关注三方面问题：首先要注意中央经济工作会议所定下的工作重点，要特别关注“调结构”；其次要关注 CPI；第三要关注利率政策，利率涉及到刺激政策退出的问题。

记者：从宏观经济看，您对 2010 年有怎样的期待？看好哪些行业的股票？

曾晓洁：第一，从宏观经济来看，2010 年 GDP 总体表现不会太差，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为出口的复苏，虽然政府投资增速会降下来，但民间投资会比 2009 年好，消费增速会比 2009 年高，CPI 整体是正的，从现有几个数据来看，包括 PMI、发电量、用电量和工业增加值，经济“V”型反转已经毫无疑问，但“V”型右半边能翘多高，斜率有多大则需要大家思考。

我们可以比较一下 2009 年和 2008 年整个经济的走势，2009 年年初全球经济有一个很重要的声音，就是“救市”，全球政府共同推出一个强大的财政政策和货币政策来刺激经济。

2010 年，国内哪块会成为经济增长的主要因素？中央经济工作会议结果已经出来了，主要是调结构，增长消费支出。所以，需要特别关注一个点，就是调结构。

中国政府部门所讲的“调结构”分三块：

1. 以投资和出口为主的经济结构可能要调到以消费为主的结构里来，这样消费占整个经济体的比重会增加。

2. 虽然政府投资比例会下降，但对全国投资区域性影响不太一样。

3. 会出一些政策收入分配的结构。这是调结构的主要因素，如果不增加中低收入人群的收入，调结构很难完全实现。

第二，要关注国内 CPI，微观来看，CPI 涨幅速度要快，这个涨幅和 2007 年、2008 年 CPI 涨幅原因不太一样，2008 年 CPI 上涨完全是因为成本推动，大宗商品出现了滞胀的情况，价格上涨导致 CPI 上涨，但终端需求又没有跟上来。2010 年 CPI 会从负转为 3% 左右，农产品、粮食、大宗商品也起到一定的作用。

第三，利率政策。利率涉及到积极货币政策退出的问题。2009 年全球实行了比较大幅度的货币政策和财政政策，用以替代房地产泡沫导致的经济危机。如果现在的货币政策还是这么强大地刺激下去，我们认为会有一个新的泡沫替代原来由房地产泡沫导致的经济危机，它还是一个新的泡沫。

我在想，不仅中国政府，全球政府都会考虑政策怎么退出的问题。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

认为这个退出不会是非常激进的退出，不会像原来实施政策一样。我国推出 4 万亿，美国推出投资计划，推出的窗口和幅度都是需要大家去关注的。

从板块上来看，我们觉得决定股价的因素无非那么几个：一是估值，PE 是 25 倍还是 30 倍，不同的 PE，股价会完全不一样。二是盈利预期，决定估值体系的一个主要因素是超跌的反弹性，现在 PE 是 25 倍还是 30 倍没有任何意义，关键是差异值在哪里，幅度多大，这是看能不能维持现在的股价，在目前股价基础上能找多少的主要原因。

我们看现在市场当中除了银行板块之外，整个估值非常乐观地反映了经济增长的预期，2010 年经济向下的空间是很小的，向上有多高，超预期的可能性有多大，这是需要我们去思考的。

从板块来看，还是要顺着中国政府对 2010 年经济的政策角度来看。2009 年主要是投资，2010 年可能主要是消费。我们相信，2010 年中国政府会出台关于刺激消费的政策，如果政策不出来，调结构就无从谈起，所以，抓政策的导向是 2010 年挖掘行业很主要的一点。

我们觉得超预期的可能性来自于现在高产能利用率的行业，如果现在产能利用率很高了，但因为供过于求，价格还没有涨，那么到 2010 年随着经济的发展，中间商、下游厂商可能会增加对原材料的库存。历史上一个行业的开工率 85% 是非常正常的状态，如果现在已经到 80%，随着经济进程的演化，2010 年开工率可能达到 85%，那么这些行业的价格可能会有一个机会，对相关板块和股票也会有机会。

从刚才的思路来看，我们梳理了一下大家关注的东西，分类来讲，第一，我们认为医药涨上去很多，从 2010 年切换到 2011 年，医药板块是取得绝对收益的板块，同时消费中纺织、服装是比较传统的板块，还有新兴模式带来的机会。比如最近上涨的股票是由 3G、银行卡 EM 迁移导致的，2009 年我们认为没有盈利模式，2010 年这个盈利模式可能会出来，这将是大家以前没有想到的机会。还有电子类的，我们认为 2010 年家电业绩还会超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

预期，不会减弱，这是大消费思路下的板块。

第二，高产能利用率。现在钢铁产能利用率是 85% 左右，新增供给会比新增需求还要大，普遍预期 2010 年钢铁价格均值比 2009 年高，而且高出不少。

现在我们不太敢碰银行板块，但 2010 年银行会是比较不错的板块，一是估值比较低，二是由于宽松货币政策退出，必然导致市场利率上升，银行定价力提高，导致逆差扩大。只要把这两个问题解决掉——一是资本充足率解决掉，二是把 2010 年货币政策调子定下来——那么 2010 年银行会有一个涨幅。



记者观察

对于 2010 年投资机会，简单来说就是看两方面：一为估值，二是盈利预期。曾晓洁判断，板块投资机会还是要顺着政府政策导向来挖掘。分类来讲，一是大消费行业，包括医药、纺织、新型模式（如 3G 应用）；第二是高产能利用率，如钢铁行业；第三，如果消除政策因素，银行股也会有所表现。

谨慎看待，灵活应变

2009 年上半年，不确定的是通货膨胀因素，随着宏观经济向好，过去两年宽松的货币政策必将结束。回收流动性的作用不仅仅是抑制市场资金的问题，收缩流动性，市场资金减少，开工项目降低，可能导致 2010 年上市公司业绩减少。3300 点的时候整个市场的市盈率是 25 倍，再往上涨，要么盈利超出预期，要么估值超出预期。估值上升取决于流动性，2010 年流动性不会比 2009 年更好，也就是说估值提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

升的幅度不会太高。从盈利的增长性这一方面来讲，25% 和 30% 的增长已经是比较中性偏乐观的判断，如果这时候紧缩，上市公司的业绩有可能从 30% 的预期下调，这样从整个市场来看会形成往下的引力。同时，还有美元指数、再融资，都可能给市场带来负面影响。曾晓洁在第二届私募沙龙中进行了如下的主题发言：

曾晓洁：之前我在人寿资产管理公司做的是保险行业，最开始就以绝对收益作为主要目标，所以，现在我要考虑投资方式，不仅要考虑长期的，也要考虑短期行为。为什么这么说呢？因为短期大幅度波动，会让利润遭受比较大的损失。我分几个部分给大家讲一下我的思路。

回收流动性带来的影响

我们几个从原来的公募出来做私募，主要因为感知到未来 10 年、20 年中国经济是超越全球经济水平的，加入资本市场可大有作为。为什么西山煤电股价短期波动那么厉害？可能未来西山煤电股价到 150 元都没有什么问题，至于短期大家不用太在意，但是我们的钱都是客户的钱，所以，我也非常在意短期的市场情况。之前我们三个在路上也交流了一下对近期市场的判断，我个人是三位当中最为谨慎的一个人。为什么我对 2010 年上半年的行情比较谨慎？ 2010 年下半年比上半年的行情更好做一些吗？

2008 年大幅度下跌和 4 万亿出来之后，对中国经济和股市进行判断，我认为 4 万亿投资进去之后，10 万亿信贷发放之后，整个经济增长势头非常好。但是，发放 10 万亿信贷也给整个中国经济带来一些问题，就是通货膨胀。如果通货膨胀转化为恶性的话，会对中国经济带来致命的打击。

为什么在中国经常会听到宏观调控这四个字，在美国则很少听到？因为在中国经济体系中出口和投资占很大的比重，出口和投资相关，如果投资非常多，出口上升就会非常快，这样国家就会把投资增速往下压。现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

处于国家要不要往下压投资的阶段。

2009 年 12 月的 CPI 已经到 1.9%，这大大超出之前市场人士对 CPI 的预判，之前大家预期 12 月份到 1%，PPI 刚刚转正，但现在看 12 月份 CPI 是 1.9%。我们公司做了一个大概的判断，2010 年 1 月份可能会到 2%，2 月份会到 3%，按这个态势下去，2010 年 6 月份整个 CPI 可能会到 5%，但我们认为 6% 是 2010 年的顶点，下半年可能会往下走。现在宋国清和国内比较知名的市场经济学家也做出这样的判断。按这样分析下去，要是通货膨胀真这么厉害的话，我相信国家有可能会出很大的回收政策，这个政策不仅仅是上调准备金率。上调准备金率对银行不会有太大的损失，但这是一个信号，央行向大家表明过去两年宽松的货币政策就要结束了，要回收宽松的货币政策。

回收流动性的作用不仅仅是抑制市场资金的问题，收缩流动性，市场资金减少，开工项目降低，所以 2010 年上市公司业绩可能会减少。3300 点的时候整个市场的市盈率是 25 倍，再往上涨的话，要么盈利超出预期，要么估值超出预期，估值上升取决于流动性，2010 年流动性不会太差，但也不会比 2009 年更好，也就是说估值提升的幅度不会太高。从盈利的增长性来讲，25% 和 30% 的增长已经是比较中性偏乐观的判断，如果这时候紧缩，上市公司的业绩有可能从 30% 的预期下调，这样从整个市场来看会形成往下的引力。

在 3200 点我们把仓位降得很低也是这个道理，一直很害怕上市公司业绩会达不到市场对上市公司的业绩预期。在 2009 年经过这么好的行情之后，大家对上市公司的预期非常乐观，不断往上调。经过这么长时间的调整之后，现在又开始紧缩，上市公司盈利会不会往下调呢？这是一个问题。

关注美元指数带来的资本流出

曾晓洁：我们认为上半年紧缩的原因之一还有美元指数呈现紧缩态势，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

态势不会很长，但上半年会是一个趋势，幅度不会太高。这种情况下，短期对整个香港市场和中国市场是一个打击。不可否认，2008 年以后，全球对冲基金都从美国借钱投资新兴市场国家，因为新兴市场增速比美国、欧洲要好，去美国借钱来投资中国，这时候如果美元升值的话，A 股、香港都已经涨了很多，没有理由相信它还会继续借钱投资中国，因为成本提升，我认为会有很多人把钱退回去。

再融资也将导致市场资金紧缩

曾晓洁：我近期不太愿意参与市场的理由是再融资的问题。中国银行出台了融资 400 亿的方案，2010 年光银行业融资预期就 500 亿左右，不仅是股权的，还有像中行一样可转债的，包括中国银行、工商银行、招商银行、建设银行，还有已经公布的南京银行、宁波银行，这些大银行都在不断融资。还有国际板，2010 年可能不是融资的重点，但会更多进入大家的视野，在媒体上以及政府的政策准备上逐步推进，给整个市场资金面带来紧缩预期。

我们认为，现在是准备子弹的时候，但这个时候子弹来了也要谨慎一些，真正估值下移比较厉害的公司，可能在整个政策明朗化后会有一些投资机会。现在政策不明朗，我们不愿意直接盲目买一些股票。



记者观察

2010 年 2 月底，和讯网主办的第二期投资沙龙在山西大同举办。我们从北京开车前往大同，同行的私募基金经理有：曾晓洁、罗伟广、李泽刚。虽然时值寒冬，但一路上，几位知名投资人进行着热火朝天的思想碰撞。当时罗伟广和李泽刚是乐观派，曾晓洁是谨慎派，在 3200 点大幅减仓。彼时，前两位保持高仓位，曾晓洁的仓位不过 10%。

按照常理，相反的观点会有不同的结果。我们看看接下来的业绩表现，罗伟广在发现银行股滞涨后果断抛出并转战新兴产业，所以在暂时走低后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

净值又迅速反弹；李泽刚捕捉的股票逆势大涨，成就他 2010 年 1 月份私募冠军的头衔；而曾晓洁，在谨慎看待 2010 上半年机会的大思路之下，在 1 月底大盘击穿 3000 点后，立刻逢低介入，抓住阶段性投资机会，为他的净值又加上几分。

由此可见，通向成功的路径并不是唯一的，每位优秀的基金经理都有不同的操作理念和制胜法宝，但有两个字——“灵活”——是他们的共同点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



李泽刚

资本市场的“猎人”

“我替人理财，别人交给我这个子弹，我就出去打猎，除非遇到极端情况，大环境出现极端可怕的风险，我才会采取保守的策略，否则我会主动寻找身边各种各样的机会出击。”李泽刚将自己定位为“资本市场的猎人”。

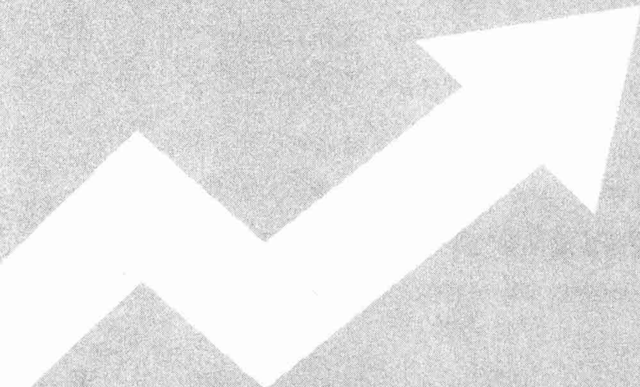
看看他的“捕猎”收益：中信和聚1期成立于2009年7月14日，截止到2010年8月26日，累计实现净值增长44.49%，大幅超越指数。值得一提的是，产品发行初期就赶上8月份急跌，在上证指数下挫24.22%的市场环境中，取得3.23%的正收益。而2010年1月收益率达18%，在所有私募业绩中位列第一。在中信信托同期发行的产品中，业绩表现突出，净值增长平稳。

从认识李泽刚初期，他就醉心于“寻找在未来三年内能够上涨十倍的股票”。他选股有几个标准：第一是安全边际，要有基本面支撑；第二是公司基本面有实质性的变化，而这个变化是能够随时紧密跟踪的；第三要有逻辑，当这个公司变化后会被市场认识，从而导致市场资金流向发生变化，流向背后的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

逻辑就是，资金供求关系的变化会决定未来股票的涨跌。具体操作方面，通过研究行业发展阶段、公司前景以及竞争环境的关键点，从中选出未来能够成长、崛起，能够战胜竞争对手的公司。

虽然李泽刚为私募新军，然而他并非投资界的陌生面孔，此前他任泰达荷银基金管理有限公司基金经理，主要管理合丰稳定基金，投资风格较为稳健，注重对公司基本面的研究，行业研究经验丰富，在公募基金仓位上限是80%的限制下，4年为投资人带来167.99%业绩回报。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

阳光私募理财产品风险小于公募

随着私募行业的大发展，越来越多的人才加入其中。尤其是对于公募基金经理来说，可以利用之前的名气来成就一番“个人英雄”事业。在这里，我们可以看到曾经的公募明星有：武当投资田荣华、星石投资江晖、从容投资吕俊、尚雅石波、淡水泉赵军等等。而2009年，原交银施罗德投资总监李旭利转身私募，并且募得1期产品12亿元的规模，创下当前私募发行最高纪录。同样作为“公转私”的基金经理，李泽刚谈到了公募私募基金经理的差异。

记者：在创办和聚投资之前，您曾任泰达荷银基金管理有限公司基金经理。当前，有许多知名基金经理投身私募，您怎么看待这个现象？

李泽刚：现在公募基金经理奔向私募，已经成为公众比较关注的现象和话题。我认为，这是特定历史时期的必然结果，而不是一个偶然现象。有两个因素是造成目前这个现象比较普遍的原因。

第一个因素，公募基金经过十来年的快速发展，已经培养出很多比较优秀的基金经理人，他们逐步形成了比较独特、成体系的投资风格。明星基金经理在市场里也有一定的知名度和影响力，他们的创业可以有一个更高的起点。

第二个因素，现在证券市场已经发展得非常庞大，投资理财的需求，尤其高端客户的需求趋于多元化。在美国对冲基金有成千上万个，市场发展到一定规模的时候，这种多元化的投资需求会逐步积累到一定的量，分别形成足够庞大的市场。我们已经看到了这样的市场需求，现在阳光私募行业在最近一两年获得了超常规的发展，跟十年前的公募基金一样，起步才刚刚开始。

记者：您认为管理私募与从事公募基金经理工作，最大的差异在哪里？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

李泽刚：我可以打一些比方，公募基金经理经常会有一种被绑架的感觉，被钱绑架，客户买基金就是请基金经理买股票，合同里规定的，基金经理的使命就是买股票，就跟赛马车一样，基金经理拖着马车向前冲，只要自己跑得最快就可以，这像一场游戏。从投资的现实来看，公募基金发展到现在的规模已经非常庞大，其组合和投资业绩全是加强型的指数基金。

做私募完全不一样。追求的目标是绝对收益，这不仅仅是一个目标，它还会具体落实到投资的每一个环节。我买每一只股票的时候，都会考虑这个股票目标价是多少，持有期是多长，什么情况下卖出。这种投资行为的差异，一定会造成投资回报和业绩表现的差异。从理财的角度看，阳光私募产品的风险比公募要小。

利用估值体系紊乱获取超额投资收益

记者：您的投资观为“中国资本市场不是有效性市场，投机气氛浓烈，经常出现错误定价的资产和时机”。请您解释一下对中国资本市场的认识。

李泽刚：刚才所讲的投资观，其实是和聚投资对中国证券市场的看法，也是我们投资策略很鲜明的特色。

这是我们对中国 A 股市场的基本认识。第一，中国证券市场是一个非有效性市场，是一个高度投机的证券市场。根本原因在于市场参与者的投机本性，汉语里面不说“投资股票”，而是“炒股票”，这是东方文化的特点。

第二，中国证券市场制度存在设计上的缺陷。股改之前，在全流通的时候这个问题尤为严重。股改之后，全流通这个问题并未解决。目前证券市场仍然是一个单边市场，投资者没有做空的机制，缺少多元化的金融工具来管理风险。一个品种被高估了，继续获利的唯一途径是把它炒得更高，然后卖给下家。我们把中国 A 股市场定义为非有效性市场，中间信息的流动也存在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大量非对称的现象。从参与者角度讲，这个市场极富波动性，也充满着机会。

记者：因此，和聚投资制定的投资策略为“利用资本市场价格体系的缺陷，基于对资产的定价能力，通过价值挖掘和价值推动，实现客户价值最大化”。那么对于这样一个投机市场，您怎么挖掘投资价值?

李泽刚：关于和聚投资的投资策略，面对这样一个投机市场并不是说没法参与投资了；相反，水至清则无鱼，在价格体系紊乱的市场环境中，往往蕴藏着很多重要的投资机会，尤其是在市场繁荣阶段；当然市场出现泡沫的时候，也会有很多交易机会。在市场繁荣的阶段经常还会有各种各样有意思的现象，很多利好因素会被市场放大，一些短期催化性事件也会层出不穷。新产品的生产、技术上的突破、资产注入、整体上市、并购重组，都会被市场放大，并创造出很多交易机会。

归纳起来讲，我们和聚投资认为中国A股市场是一个充满魅力的市场，它的这种非有效性特征仍将长期存在。我们的使命就是，利用这种估值体系的紊乱获取投资收益，而参与的过程也将推动资本市场走向有效性，真正成为将社会资源有效配置的场所。

2009年中期调整面临拐点

2009年8月份，股市“飞流直下三千尺”，在短短10个工作日内，上证指数从3478点一路狂跌，3000点、2900点、2800点整数关口接连失守。李泽刚分析，此次调整是A股市场自1664单边上涨以来的调整。其背后有几重因素：A股估值达到历史高位，基本面恢复并没有预期中乐观，货币政策出现微调。而在这三重因素影响下，股市将会出现一次中级调整。上证指数在8月4日创出新高后，一直保持宽幅振荡行情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：进入2009年8月以来，A股市场可以说经历了一场波幅不小的地震，在短短10个工作日中，上证指数从此轮上涨的最高点3478点一路狂跌，一度跌破3000点、2900点的整数关口。两市跌停个股超过了300家。请问李总，您如何看待此轮下跌？哪些原因造成了短期内出现如此巨大的跌幅？

李泽刚：这一轮调整，我个人认为是对过去半年从1664点以来的这轮牛市的调整，调整的幅度不小，速度也很快。这次调整背后的原因，归纳起来有几个拐点，几个影响证券市场的重要变化。

第一个拐点是估值的拐点，这是最重要的一个因素。在市场3400多点的水平，意味着整个A股市场已经到了市盈率30倍左右的水平。这是A股历史上的又一个高位，市净率水平也超过了3倍，整个证券市场开始普遍存在资产的泡沫，这是毋庸置疑的。调整有它的必然性，无非是现在调整，还是半年之后再进行一个总的清算这样的时间问题。从这个角度来讲，这次调整是非常健康的。

第二个拐点是基本面的拐点。2008年年底，全球金融风暴席卷了包括中国在内的各个经济体，中国宏观经济也受到了非常大的影响。半年多前，中国的宏观经济率先走出了衰退，在这一轮全球金融风暴中是一个亮点。从整个基本面和宏观经济的走势来看，也超出了之前市场普遍悲观的预期。上半年是很好的，但在最近一两个月也出现了一些新的变化，随着股指的攀升，我们看到股票里面蕴涵着越来越多乐观的预期，甚至有很多机构，包括学者认为中国彻底走出了衰退，实现了V字型反转。他们认为，2009年GDP是8%、9%的增长，2010年是10%，甚至12%的增长。这一系列假设其实已经蕴涵了很多乐观的预期。分析员的个股分析和推荐，对股票目标价的设定，也开始放卫星。

但是最近的很多数据表明，其实股市没有想象的那么乐观。一个是出口的复苏，大家期待下半年尽快到来，但是现在从数据分析来看，这可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

需要等待更长的时间。过去半年以来，我们最主要的亮点就是国内投资的拉动，从这几个月的数据来看，已经收到很好的效果，但是期待中央政府在2009年继续拿出4万亿、8万亿、10万亿出来是不太现实的，中央财政和地方财政都面临着一定的收支困难。从需求的角度来看房地产的销售，随着上半年房地产价格的大幅回升，我们看到成交量，尤其作为先行市场的广东市场的成交量在7月份、8月份出现了明显的回落，这里面有季节性的因素，也有需求受到高价格压制的因素。从基本面的角度来讲，之前乐观的预期已经蕴涵在股价里，再往后走，这次经济的复苏可能会经历比较长的阶段，之前太乐观的预期现在可能要落空了。

第三个拐点是政策面，尤其是货币政策的拐点。我们知道从7月份开始，货币政策已经出现了一些微妙的变化。之前是适度放松，其实就是大幅宽松，历史上极少有的宽松的货币环境。但从7月份开始，操作层面已经出现了微调，虽然中央政府的宣传口径还没这么宣传，但实际上已经控制银行贷款增速。另外，一年期央票已经重新开始发行，比如说央票利率有所提高，所以这些都是整个货币环境的新变化。

这几个拐点加起来，铸就了宏观层面的拐点，就是不会像之前市场很多乐观的预期那样呈现一个超级V字型的反转，本次调整将是一轮中级调整。

股价由供求关系决定

"股票市场其实跟商品市场一样，价格由供求关系决定。"

李泽刚：另外补充两点，对于分析国内A股的走势，一个有效的思路就是直接分析A股市场的供求关系。

股票市场其实跟商品市场一样，商品的价格是由供求关系决定的。从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这个角度理解A股，那么现在股市资金供应和需求方也出现了显著的变化。对于资金需求方，我们看到7月份、8月份上市公司大股东，大小非减持股票的速度已经创下了历史新高。同时，大规模的IPO、大规模的再融资都不断出现，从证券市场大规模抽取资金速度加快。在资金供应方这一方面，我们看到现在投资者的心态其实也出现了一些比较重大的变化，股市升到一定程度之后，大家依稀想起2007年股票市场高估了很多泡沫的现象，所以很多低风险资金已经开始撤离，新进入证券市场的资金也开始萎缩。基金的仓位也有体现，公募基金仓位已经在7月份创下了历史新高，比2007年还要高。也就是说公募基金手里可供买股票的这些"子弹"，已经捉襟见肘了。从这两个角度来看，目前短期资金供求的失衡，是造成这次股票市场调整的直接原因。

记者：刚才您也提到资金供给和需求的失衡，从供给方面来看，我们看到证监会开闸三支新基金，这个新基金的开闸，能不能像供血一样缓解基金的平衡？

李泽刚：资金的发行是整个资本市场基金供应的政策信号，但它有自己内在的流动规律，并不是说管理层通过多发基金就可以使钱直接进入股票市场。我们可以看到，在2008年整个市场大幅下挫的过程中，管理层也曾放行大量新基金。当时的困境是，你放行可以，但是这些基金在市场里根本卖不掉。反倒是2009年上半年随着市场的攀升，资金不断涌入市场，发行基金的数量和规模都在不断创新高，尤其是指数型股票基金。因此，市场资金的供应有市场自己内在的规律，并不是说管理层通过多发基金就一定能够增加资金的供应。

记者：其实与近期暴跌相比，大盘之前也出现了连续的上涨。当时，市场趋同的观点是认为流动性充沛和上市公司盈利预期复苏的双重作用，成为大盘不断攀高的动因。那么您如何看待前期上涨的原因？当前上涨动因是否发生了逆转？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

李泽刚：很多人支持这个结论，但是这个结论我不同意，他们认为股票价格上涨有两重因素，一方面是企业盈利的增长，另一方面是市场对企业的估值提升。但我觉得这两个因素都是结果，股票市场的涨跌我觉得应该从价值规律这一角度来分析，也就是说从股票本身内在的供求关系分析。

第二个观点，关于流动性对于股票市场的影响。毫无疑问，这一轮股票大幅度上涨就是流动性的充沛，流动性的充沛会直接导致股票需求曲线的外延，导致交易价格上涨。我认为，下半年流动性环境不足以支持持续的大涨流动性可能会退居到二线，下半年市场上涨和下跌的主线应该是社会需求的内在恢复。

记者：您判断接下来股市走势将会如何？股市的合理估值在什么位置？

李泽刚：我想我无法预测市场的短期走势，但是我认为，目前2900点的点位说明这个市场仍然普遍存在结构性高估的定价。从价值规律的角度来讲，资本市场的定价体系，需要跟实业市场定价体系融为一体，达到一个均衡，A股合理中期均衡估值中枢应该是在2200~2500点的水平。

短期来看，股票指数会受很多其他因素的影响，未来半年到一年，还有一些重要的因素需要考虑，这些因素都会造成股价中枢保持在均衡水平之上。一个是流动性因素，目前仍然处于流动性非常充裕的时期，浇在柴火上的燃油将继续燃烧，短期繁荣的证券市场有利于经济的尽快复苏。第二点，这一次中国经济的复苏，从经济周期的阶段来讲，现在还是处于从底部往上运行的过程中。未来两年到三年经济增长的速度，我们想至少在8%以上，到了2010年，经济增长有可能会接近10%的水平，在这样一个高增长的经济环境当中，我们相信在2500点附近寻找底部是有足够安全边际的。

记者：我不知道李总怎么考量2500点？您刚才说是重要的建仓机会，那么衡量2500点您是用了哪些指标？

李泽刚：刚才2500点讲是一个中期比较均衡的水平，我们考虑几个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因素。一个是对于股票本身的定价，它需要跟实业资金的成本进行接轨。估值高了，大小股东都会在市场抛售，现在全流通后也可以从资本市场直接进行减持，同时也可以从资本市场变现，就是大量的 IPO 和再融资。我们认为 2500 点以上是多空对决的主导因素。



记者观察

李泽刚判断，A 股合理中期均衡估值中枢在 2200~2500 点的水平。股票指数会受很多其他因素的影响，未来半年到一年，还有一些重要的因素需要考虑，这些因素都会造成股价中枢保持在均衡水平之上。

应对重于预测

“机会经常是跌出来的。聪明的投资者一定是逆向投资的，当别人恐惧的时候你需要贪婪。”因此，对于刚成立不久的和聚 1 期来说，下跌创造了买入的机会。李泽刚提出，“应对重于预测”，产品成立初期就做好了在各个行情阶段所应对的策略。

记者：“机会是跌出来的。”经过连续的暴跌，您怎样看待未来的投资机会？哪些板块值得看好？

李泽刚：机会经常是跌出来的。聪明的投资者一定是逆向投资的，当别人恐惧的时候你需要贪婪。和聚投资在募集完第一期之后，恰好在 2009 年 7 月中上旬，股指也是在 3200 点左右，于是我们一直等待介入的时机。这次下跌，创造了一个难得的机遇。

记者：您要选择投资，可能会在哪些板块中选择？

李泽刚：我选股主要围绕一个思路展开，就是判断未来供求关系天平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的变化。我们现在选的股票，选的这些行业，一定是在未来市场供求关系前景好的。在上游我们看好能源及替代品，在中游我们看好技术领先型和成本优势型的企业，继续看好高端制造业，在下游我们关注品牌优势和渠道垄断，如零售、品牌消费品。

记者：和聚 1 期上个月发行，刚好赶上大盘迅速拉升和暴跌，不知道在这样的市场中，您采取了何种投资策略?

李泽刚：我们第一期产品发行是在市场比较高的位置，所以建仓较为谨慎,目前来看效果不错。我们觉得应对重于预测。在市场比较繁荣的时候，这个泡泡会吹下去，也一定会有破灭的一天。我们准备好了在各个行情阶段应对的策略。实际上，7 月份股市在盘整上涨时期我们就是按照这个思路做，从我们选股和业绩这一方面来看，效果理想，持股部分资产涨幅是同期市场的两倍。在整个市场下跌的过程中，应该控制好大类资产的安全边际，把握住更低的市场机会。因此这轮大幅回调后，我们仍然是正回报。

影响 2010 年的几个主题词

2009 年底，参加和讯网主办的“预测 2010”私募沙龙时，李泽刚总结了贯彻全年的几个主题词，“高增长、通货膨胀、全流通”，这些主题词都会左右 2010 年行情的演绎。

李泽刚：我大概分几个要点跟大家介绍一下我个人对市场的看法。我认为，2010 年与前几年一样：市场唯一不变的是变化本身，2010 年的不确定性还是比较大的。关于宏观经济具体增长百分之几，我不是宏观经济学家，因此不做具体的判断。我认为 2010 年有几个主题词，这些主题词将会左右或者影响行情的演绎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高增长

毫无疑问，目前国内经济增长的速度处于历史上非常快的时期，可能有各种原因。我们看数据，2010 年经济增长至少在 10% 以上，现在各个经济学家观点不一样，但这一结论应该是比较一致的。

要知道这个经济增长速度仍然延续了改革开放 30 年以来保持的增长速度，现在经济增长体量已经发展到非常庞大的阶段。过去 10 年中国快速发展离不开世贸组织，离不开中国加入世界经济大循环的格局，但在目前海外经济、国际贸易不是特别强，预期短期还不会复苏的情况下，仅凭国内内需就已经能够推动 10% 以上的经济增长速度，我觉得中国经济增长的奇迹仍然会持续下去，这个主题词是不变的。

与此同时，中间的结构可以有一些变化，2008 年年底以来，面对经济危机，国内出台了 4 万亿财政政策、宽松的货币政策等一系列政策。2009 年中央经济工作会议已经指出了，2010 年宏观经济政策还是保增长，调结构，促内需，至少国内经济增长结构会出现比较大的调整，现在国家正在出台各种各样的政策，尝试把消费和投资从固定资产领域与政府拉动领域逐步向老百姓、民间需求推进，配套政策非常多，我估计 2010 年还会出台很多配套政策。在这样的大背景下，我认为 2010 年的市场还是值得期待的。

通货膨胀

我个人觉得目前的通货膨胀已经不是通货膨胀预期了，而应该是比较明显的通货膨胀现实，从大宗商品的石油、煤炭到粮食、糖，过去一年已经经历了非常大的转折，很多商品价格已经到了 2007 年上半年初期的高水平。

供气、水、电以及终端消费品有点品牌的东西都在上涨，我认为这只是表象。另外一个角度，看房地产资产，最近几个月房地产价格连续上涨创新高，整个社会估值体系、价格体系水平已经进入了快速跃升的阶段，如果中央经济工作会议这个思路继续进行下去的话，通货膨胀的现实还会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

持续一段时间，这时候很多公司将会受很大的影响。

全流通

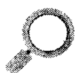
我们现在正在进入一个全流通的时代，到了2010年年底，基本上九成可以实现全流通。全流通之后，游戏规则也在发生一些新的变化，中国国内证券市场最早参与主体主要是一些股民，10年以前，逐步有一批机构投资者出现。

我认为,未来10年游戏规则的发展方向是实业资本进入证券市场之后，会大大影响整个游戏规则、资产定价，进而影响资本市场的走势。

2010年精耕细作大有可为

2010年2月，参加和讯网举办的第二届投资沙龙时，李泽刚对2010年投资机会做出了预测。

李泽刚：短期来看，未来半年或者一年投资机会在哪儿？这可能也是大家比较关心的话题。我个人假设，未来半年跟过去半年市场运行可能会很相似，第一是个振荡市，向上的因素和向下的因素都有很多制约因素；第二会形成两个分化。从2009年下半年到现在，股票指数横盘整理略有下跌，以房地产为代表的很多股票受宏观经济影响，一些大的板块回调了20%、30%，个别股票有40%的跌幅。同时，在过去6个月当中，很多股票上涨了30%~50%，甚至翻倍，分化非常大。我个人认为，未来2010年很可能有一个现象，股票市场会出现非常剧烈的分化。



记者观察

“市场唯一不变的就是变化本身。”李泽刚判断，2010年股市会出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

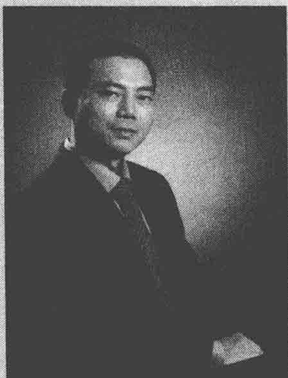
剧烈分化。从2010年5月以前的股市运行来看，确实如此，中小盘指数屡创新高，而银行地产一落千丈。

预测十倍牛股

“寻找在未来三年内能够上涨十倍的股票”，李泽刚判断，潜在大牛股分布的行业和板块有：航天航空、医药、农业，特别看好玉米种子。

李泽刚：我认为如果短期有机会，我会看一些个股，看这些公司发生了什么变化，变化有多大，关于时间的进展我会去计算。看了很多结果，我发现一个共同的规律，我认为未来三到五年之内有一批公司个股会有10倍的涨幅，这些潜在的大牛股分布的行业和板块：一是航天航空，特别是通用航空，如果有一批公司能拿到核心技术，核心母公司或者集团资产会有很强的爆发力。二是医药，特别是大病类医药，比如心血管药、糖尿病、艾滋病、肝炎等药物，上市公司一旦有技术突破，这些公司股价上升潜力是非常大的。三是农业，我认为农业当中玉米种子行业是未来中国农业现代化当中受益的行业，其主要受益于持续的农业振兴计划。国家发改委有一个计划就是生物种子育种，那么拥有知识产权的上市公司在未来会有翻倍的增长。同进新经济板块当中还有许多牛股。我的观点就是精选个股，大有所为，希望各位投资者朋友能在股海中猎金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



魏上云

北京
“阳光私募”第一人

2007年底，笔者曾对30余家主流券商的策略报告进行过统计，结论是对市场预测成功率为50%，而且大券商的成功概率并不比小券商的高，也就是说，预测市场涨跌的成功率并不比扔硬币决定正反面更为有效。

如果这个统计不能作为有效证据，那么看看证券分析之父格雷厄姆所说：“如果说我在华尔街60多年的经验中发现过什么的话，那就是没有人能成功地预测股市变化。”股神巴菲特呢？他对市场下一步将如何变化根本不关心，对任何类型的预测也毫无兴趣，他说：“我从来没有见过能够正确预测市场走势的人。”

因此，当魏上云在电话里说：“关于预测市场的话题一概不予以讨论。”的时候，笔者似乎早有准备。

魏上云对自己的定义是“理性投资者”，他认为投资应重视评估企业的未来价值，基于未来潜在价值和现在的价格，来决定自己的投资。

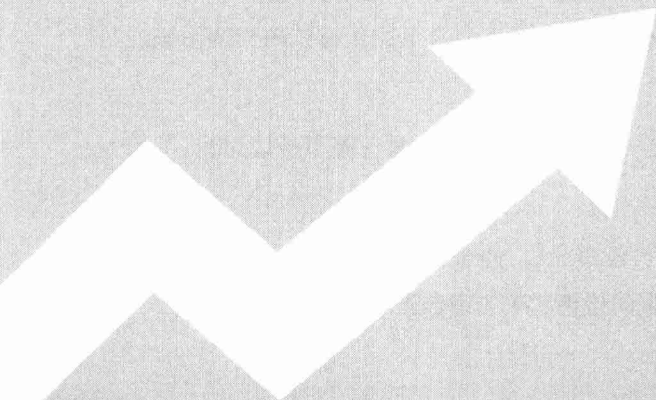
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2006 年，北京云程泰投资管理有限责任公司成立，2007 年，第一只阳光私募信托产品——云程泰资本增值 1 期正式发售，由此，在嘉实基金管理公司担任基金泰和基金经理的魏上云转身成为“北京阳光私募第一人”。

云程泰 1 期于 2007 年 8 月 1 日成立，截止到 2010 年 8 月 24 日，净值增长率为 7.07%，同期上证指数下跌 41.52%，沪深 300 跌幅为 34.35%。

从成立时间来看，云程泰 1 期无疑是生不逢时，当时已有少数私募基金宣布撤离 A 股市场，而两个月之后，魏上云就不得不经历一年多的“漫漫熊途”，在追求“绝对收益”的私募行业里，几乎所有的投资者在精神和物质上都要经受严峻的考验。对于魏上云来说，“意志、工作、等待”，无疑需要在这三块基石上建立起自己的金字塔。通过他的两期产品业绩表现来看，近期大幅跑赢步履蹒跚的大盘，熊市的低潮或许将成为他事业高潮的开始。

“穿越证券市场波动的影响，追求证券投资中长期的稳定收益。”这是魏上云的投资目标。基于此，他确定的投资理念为：价值分析是投资的基础，而价格偏差才是带来收益的机会。对企业未来合理价值的分析是判断当前股价所包含的投资潜力的核心内容，只有建立在价值的基础上，无论市场疯狂或低迷，无论市场偏差多大多久，股价的偏差都终究会向企业未来合理经济价值进行修复，同时，价值投资与成长投资并不对立，成长性是企业价值重要的组成部分。在价值导向的基础上，还有价格前提，当存在价格泡沫时，再好的企业也不值得买入或进行所谓的长期持有。企业价值是投资的前提，而价格便宜则是买入的条件。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不参与“基于预测”的股指期货

股指期货对私募基金的另一个意义就在于对指数的准确判断可以带来收益。对于善于预测指数的私募基金来说，以往看空市场时只能选择清仓或者空仓来避免或减少亏损，而股指期货时代可以选择做空指数来获利。对于魏上云来说，从不预测短期大盘，因此短期内也无参与股指期货的打算。

记者：最近中国资本市场的成人礼“股指期货”正式推出。股指期货推出后，市场出现了比较大的振幅，您怎么看待股指期货推出对整个资本市场的影响?

魏上云：从长期来看，股指期货有双重功能。第一重功能，它本身有杠杆放大的作用，可以做投资；第二重，从长期来看，它还为资本市场提供了很重要的对冲工具。对冲工具的使用取决于每个人的目标诉求，如果把它作为套期保值的话，这是一个很好的风控工具。但如果把它作为杠杆放大，作为博收益的工具的话，它的风险还是比较高的，因为做股指期货要预测大盘，大盘预测一直是比较困难的，所以我们建议预防风险，不建议做杠杆投资。

记者：云程泰不打算参与股指期货，起码近期不会参与?

魏上云：第一，我们不会用它来做杠杆投资，第二，从风控套期保值来看，我们还需要一些时间进行消化，来思考怎么使用这个工具。

选择“价值+市场偏差”的投资机会

云程泰产品业绩可以排入同期公募基金业绩的前十，但是，由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

评价体系不同，对于追求绝对收益的私募基金来说，魏上云身上承担着重担，毕竟产品刚回到净值之上，他希望能够找到一种可持续的投资方式，能够在投资的长跑过程中最终取胜。“偏差造就机会，价值确定收益”，魏上云把自己的投资理念定位为“寻找市场偏差机会的人”。

记者：从云程泰这两只产品：北京信托云程泰 1 期和云程泰 2 期净值走势来看，无论单月、季度还是年度都排在阳光私募收益率排行榜前列，也是各家机构排名里五星级的评级，您如何看待自己的业绩表现？

魏上云：我觉得短期业绩说明不了太多的问题，我们更看重长期，目前刚刚处于这个水位线以上。我们比较看重的是，即使把 2008 年亏损放在一起，从发起到信托在一起有两年左右的时间，综合收益率在同期的公募基金中也能排在前 10%，这个结果我们比较满意，因此我们觉得相对短期代表性不大。第二，我们要看获取业绩的方法是不是可以持续，我们希望有一种可持续的投资方式可以在资本市场做比较长期的投资。

记者：刚才您也提到了，想要寻找一种可持续发展的投资方式，那么您现在是否找到了这个方法？是什么？

魏上云：关于这种方式，我们定位为寻找市场定价偏差带来的投资机会。这种投资意味着两个方面，一个方面是你对企业价值的评估，之所以你要考虑定价偏差，首先要判断这个东西该值多少钱，其次才谈得上价格偏差的问题。所以，我们一方面要努力探索对企业做价值评估的方式方法；另一方面也要探寻市场内在的运行机制。你只有更好地了解市场运行机制以后，才能知道这个偏差为什么会出现，当出现价值偏差的时候我们才会有比较好的应对措施，并获取比较好的投资收益，我们的工作大概朝这两个方向不断努力。

记者：一是发现价值，二是价值偏差。

魏上云：对，要了解市场，但是我们投资的根基是对企业的价值评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：宏观经济、行业选择与公司在您投资选择过程中的先后顺序是什么？

魏上云：我们选择的最终点在于企业价值评估，因为你想要合理评估一个企业未来价值的话，必须要考虑到宏观和未来行业的因素，这些因素其实都包容在我们企业价值评估的范畴内。

记者：您能不能以案例向我们说明，您是怎么样发现它的？什么时候又决定去买卖它？

魏上云：我举两个例子可能稍微有代表性一些。

第一，2008年年底市场开始反弹，在反弹初期，我们投资一个叫冀东水泥的公司，当时我们按重置成本的方式评估它，就是我假设要建一个和它类似规模的企业，冀东当时每吨水泥是需要投资180元（按它当时的市值水平），而当时市面上新建一吨产能要330元的投资，冀东折价180元，这就表示它已经低于重置成本了。再加上这个产业在4万亿政府投资下来以后，将来它的盈利前景肯定会好转。双重因素一叠加，我们认为对它的投资在当时是安全的。尽管它当时的盈利很差，但我们认为稍微放长远来看，公司当时是被低估的。这是一个例子，也就是很多人会谈到，以收购企业的心态来评估企业价值，以它的市值加负债和它的未来价值来比看是不是被低估了。

第二，还有一个例子，我们在2009年获利比较多的是天音控股，它是做3G手机全国总代理的，当时3G市场还没有启动，很多机构认为它的估值过高了，不愿意投，我们结合这个公司的市值加负债和业务前景，考虑2009年3G业务启动后它的收入和规模，尽管它当时的市盈率很高，但整体估值是很低的，所以我们当时也投了很重的仓。这里我想说明的是，对企业价值评估是我们投资的核心，但评估的方式不仅仅是市盈率，现在市盈率已经被市场用泛滥了，因为它很简单，很多人就盯着市盈率和盈利来做，我们希望以更广泛化、更多元化的方式来评估一个企业的价值。

记者：从您刚才举的两个例子，冀东水泥和天音控股，我可不可以这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

样理解，当时政府在投基建，所以对水泥行业有拉动；国家又有对 3G 等新兴产业的政策支持，那么有没有考虑在这个背景之下选公司？

魏上云：这个肯定有，我们说公司的价值取决于未来的成长性，取决于宏观经济，也取决于相关政策的情况，在你考核一个企业价值的时候这些都需要包括进去。

银行承载过去和未来的双重负担

记者：您刚才说价值一方面是价格，一方面是偏差。现在我有很多朋友也在探讨银行股和地产股的估值，就目前而言，银行股大概都有 10 倍左右的市盈率，以银行股为例，我们怎么看待它的估值和偏差？

魏上云：银行不太好做例子，因为银行业是非常特殊的，我们可以分析一下对银行业的大体判断。首先对银行业的价值评估不能光看市盈率，因为它是高杠杆业务，花旗银行在金融危机之前也就 10 倍左右的市盈率，但金融危机一爆发，它的坏账一计提，净资产可能马上为负，这时候即便以 1 元钱这样便宜的市值送给你，你可能也不敢去接，因为它背后背了上万亿的坏账包袱。

回顾国内银行，它是与宏观经济高度关联的行业。如果未来我们的宏观经济能够比较顺利地复苏，现在这些银行可能就被低估了，但是万一这种复苏的过程出现波折，这些银行的坏账增加，现在很低的市盈率到时候可能会变得很高。另外从一个更广泛的角度来看，银行承载着过去和未来的双重负担。

所谓过去的负担，是指过去有大量的过剩产能，每一吨过剩产能的背后可能都对应着 20% 的资金，80% 的银行负债，过剩的产能给银行的资金安全带来了潜在的包袱。所谓未来的负担，是指过去的危机（2008 金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

危机）开始以后，政府投入了大量的资金，银行放出了大量的信贷，这些信贷投向项目的未来回报率标准是不太明晰的，也就是说，它为了拯救经济危机，迅速地投入了大量资金，这些资金未来隐性成本一旦暴露也会成为银行的负担，所以，银行承载着过去和未来的双重负担。

从价值评估考虑，现在中国的银行股可能并不算便宜，当然它取决于经济复苏的前提，如果顺利复苏的话，现在中国银行股是便宜的，但这里面有很多的变数。



记者观察

2010 年市场中关于银行股投资价值的讨论不绝于耳：一边是创业板和一些中小盘股在高估中继续上涨，一边是银行股在低市盈率中继续徘徊。关于银行股的价值，魏上云认为，这是个特殊的行业，承载着过去和未来的双重负担，而在经济复苏可能反复的背景下，银行股的估值存在许多变数，这也许是当前银行股被冷落的重要原因。

看好低碳、消费等行业

如果说用两个字来总结 2010 年中国经济，那么，“转型”无疑是不二选择。从外向型经济向“内需”转型,从传统行业向新兴行业转型……魏上云认为，在此背景下，投资方向必然要符合“转型”。例如低碳行业，企业的成长空间和成长性相对来说要好一些，这是他投资的一个重点选择方向。同时，第二类机会不容忽视，即被低估的传统行业。

记者：现在魏总看好什么样的行业？

魏上云：现在整个经济处于转型的阶段，肯定是符合转型方向的，包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

括低碳、消费，企业里面的成长空间和成长潜力都相对好一些，这是我们投资的一个重点选择方向。

我一直想强调一点，在股市里谈投资策略，大家往往忽视的是只谈好坏不谈价格，其实这个风险挺大的，这个东西好，5元的时候可能是好，但股价已经50元的时候，再说这个东西好就有风险了。我们一直说策略在实际应用当中一定要结合价格来定，符合经济转型方向的公司可能是中长期向好的过程，短期来看这些公司都不便宜，这面临两重问题，第一，要看它的实际经营，后面是不是能顶上来，能不能把它的价格泡沫消化掉。第二，看对它的价值评估方式方法，不能单纯只看市盈率，这两方面有所突破的话，可能在其中还能找到公司。

除了刚才提到的以外，第二类机会也值得我们关注，就是传统产业被大家误解或低估了，因为中国现在还面临城镇化，面临消费升级，家电下乡等促消费的扶持政策对很多传统产业的拉动其实也很强的，包括区域经济发展，我们观察到，现在市场对传统产业处于看淡的阶段，市场偏见会形成一定的价格偏差，这是我们投资赚钱的机会所在。所以，我觉得投资除了基本面带来的机会以外，还有价格和错误定价带来的机会，对于上述机会我们都要去考量。

关于医药股的“不熟不投”

彼得·林奇曾说过：“买一种股票时，不应因便宜而购买，而应该看是否了解它！”罗杰斯曾经提出忠告：“就是绝不赔钱，做自己熟悉的事，等到发现大好机会再投钱下去。”2009年以来，医药板块无疑是持之以恒的黑马。然而魏上云却从没有参与，所谓“不熟不投”，宁肯有错过的遗憾，也不想抱有成功的侥幸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：魏总，您有没有投或者不投的原则吗？

魏上云：简单来说不熟不投，就是我自己不理解的，或者不太擅长的，看不太清楚的东西肯定不敢投。

记者：就这点能不能举个例子呢？

魏上云：可能是我个人能力的局限，我一直对医药股缺乏感觉，因为我感觉药品的替代性太强了，你今天告诉我一个新药很好，但不知道明天会不会出来另一个药替代。而且药品需求起伏变化，对于医药企业盈利变化我一直觉得很难去追踪和把握，这一直是我们投资上接触得相对少一点的地方。

记者：我想起一句话，“通向成功的道路不是唯一的”，有的基金经理偏好于医药，而魏总远离医药。

魏上云：这是我们的短板，这几年医药股走势非常强，我们错失了这块业绩。但是市场成功的机会足够多，我们愿意在熟悉的领域里寻找看得懂的盈利和更好的机会。

不断完善的风控过程

2007年8月1日，北京国投—云程泰资本增值集合资金信托计划正式成立，之后的两个月，上证指数攀升至6124点的高点，自此一路向下，踏上一年的漫漫熊途。其间上证指数跌幅达到将近70%，成为全球股市跌幅之最。在此过程中，云程泰产品也经历了熊市考验。魏上云总结，真正的风险一定在预料之外，要加强风控机制。

记者：刚才魏总也说了，云程泰也经过了漫漫熊途的考验，之前产品净值也跌得比较惨烈，您认为在投资过程中应该保持什么样的心态？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

魏上云：有两个方面，一是投资方式到底能否经受住熊市的考验，二是你的风险控制。我们这次最深的认识是，其实真正的风险一定是你预料之外的东西，今天大家分析的所有利空的风险和因素，实际上都不叫风险，真正的风险是看不到的。对我们自己来说，我们也想在信托运行制度上做一些改进，加强一些运行的风控机制，这样对未来综合投资效应将会有所改善。

记者：据我了解，很多基金经理设置了一个下跌5%的强制止损位。

魏上云：这是一个“双刃剑“，也是我们的投资方法之一，在使用过程中，其实风控有很多技术方式方法，包括以前提到的股指期货的应用，我们也在不断学习和探索过程中。

“公转私”后责任压力更大

从嘉实基金经理到私募基金经理，魏上云坦言肩负的责任压力骤然明显，不光是客户信任所带来的压力，还由于在给客户带来的超额增值收益之上，自己才能取得收入。魏上云表示，自信托产品成立以来，只有在已有的产品回到水位线之后，才考虑发行新产品。

记者：魏总是“北京阳光私募第一人”。

魏上云：我们时间上是第一只，但“第一人”不敢当。

记者：当时您是嘉实基金的基金经理，您怎么想到从公募基金转到私募基金？

魏上云：这和大部分出来考虑做私募的基金经理都差不多。我们还是追求简单的，无论做事还是做人的风格都是追求简单的，我们相信简单就是力量，我们希望能把自己的投资风格贯彻得简单一些，纯粹一些，私募

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平台更有利于这方面的发挥，于是考虑出来试一试。

记者：您觉得投身私募以后，跟以前的生活方式有区别吗?

魏上云：那肯定有很大的不同，最大的区别在于你身上肩负的责任压力不一样。因为除了资金压力以外，关键是客户的信任，给你身上带来的压力是非常明显的。因为跟公募比，私募这种机制和客户的利益捆绑得更紧密一些，包括服务费的计提方式，我们主要是后端提成，如果没有替客户赚到钱的话，可能白忙活一年，所以我们不追求规模效应，而是替客户带来实实在在的附加值，这个压力跟以前的公募区别很大。

记者：从成立的时间来看，云程泰已经成立了两年多的时间，从业内来看一直排在前列，您怎么考虑的，为什么不发更多的产品?

魏上云：最近也有人问我们这个问题，我想解释一下，最近我们刚刚回到净值水位线以上，过去在水位线之下，我们当时是从客户的角度考虑这个问题的，因为在水位线之下的时候你提不到管理费，客户也知道，如果你在那个时候去发行一个新的产品，我们担心老的客户会有想法，你会不会把精力放在新产品上，老产品提不到管理费就不管我们了？我觉得做人做事不能这样，我们必须给老客户一个交代以后，再来做新的事情。所以我们在一期、二期都回到水位线后才考虑发新的产品。

记者：魏总是把责任心放在第一位。

魏上云：干这一行大家都是这样的，因为你进到这一行会真切感受到客户对你的信任，那是无价的。

阳光私募堪比“对冲基金”

自 2009 年 7 月，阳光私募信托账户暂停后，市场中发出很多异样的声音，包括一些“公转私”的基金经理，也认为阳光私募前景叵测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而魏上云认为，私募的扩容是大势所趋，未来阳光私募在基金业中的地位，应该与海外对冲基金的地位相当。

记者：刚才魏总也提到了规模。我们可以看到，现在市场上阳光私募经历了2008年熊市以后，获得了非常大规模的发展，现在已经进入到“千亿时代”，您怎么看待这个私募的扩容？

魏上云：一个产业肯定会越来越发展壮大的，很多优秀的人才加入到这个行业里，必然会使这个产业做大。就现在的规模来讲，我认为不算大，长远来讲现在刚刚起步。从国外市场来看，公募和私募整个规模至少是相当的，从比例关系来看，私募未来发展空间应该更大一些。

记者：对比美国的对冲基金，中国的阳光私募是否在基金行业中也会有这样的地位？

魏上云：长远来看是这样的，它是市场发展的必然结果。

投资中最重要的是“依据”

投资如同长跑，每一个百米冠军，都不能成为马拉松的胜出者。所以，衡量基金经理也不能靠短期业绩。魏上云建议，投资人在选择阳光私募时，应该看长期业绩，不管短期如何波动，长期一定要在市场的平均收益水平之上，这个期限以三年较为适宜。对于投资中最重要的事情，魏上云认为是“依据”，即投资经得住市场考验的基石。

记者：您在发行一只产品之前会设立收益目标吗？

魏上云：不会，在市场里待的时间长的人都知道，没有人能预测未来会赚多少钱，尤其一年两年这种短期的预测，我觉得缺乏预测的依据。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种不确定的市场里，我们怎样才能为客户赚钱，追求某种相对确定的回报，这是我们一直思考的问题。思考的结果就是，所谓不确定性是因为股价的波动，受太多短期情绪、信息的刺激。确定的东西是企业价值，它的股权价值在市场上的价格体现，所以，我们给自己的目标是在不确定的环境下，要把企业的价值给探寻清楚，能够以比较便宜的价格买到比较好的公司，通过中长期企业价值的体现，为我们的客户带来相对确定的回报。我觉得这是干我们这行最难的一个事情。大家都问做股票怎么控制风险，怎么确保收益，我们觉得只有在投资的根本依据上做扎实了，结果才能够有保障。

记者：作为基金经理，您觉得客户、投资者以什么标准衡量基金经理才是比较公正的方法?

魏上云：这是很难的问题，我也跟客户探讨过，市场上单看业绩，尤其短期业绩的话，起伏太大，我们看到无数次类似的故事，头一年排名很好，第二年不行，头一年很差，第二年很好。我们有一个思路，投资人选择基金的时候可以观察一下，一是长期业绩，越长代表性越强，不管短期怎么波动，长期一定要在市场平均收益水平以上。

记者：您认为多长的周期是一个比较合适的周期?

魏上云：三年。第一，因为太长也就没意义了，大家都等到头发白了已经没用了。第二，我觉得更重要的是，客户应该探寻这个投资经理背后获得业绩的方式方法，然后思考这个方式方法可不可持续，并且能否保持其投资上的某种优势。

记者：魏总会不会让客户看到您怎么做?

魏上云：这是我们工作的重点，我们一直希望客户不只因为我们的业绩而来，而是认可我们的方法才来。我们觉得投资管理一定是与客户一起进步的事情，而不光是我们单方面的事情。我们会跟客户沟通，在什么市场环境下，我们怎么做的，怎么想的，最后印证这个效果。

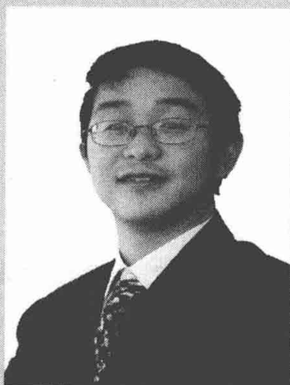
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

物以类聚，人以群分。不同的投资方法会吸引不同投资偏好的投资人，我们也不指望迎合所有人的投资胃口，但我们希望保持透明，以我们的方式方法吸引到认可我们的投资人，最后我们的方式方法在市场上经过时间检验以后，还能获得平均水平以上的收益率，否则我就没有存在的价值，投资人就会找别的投资渠道了。

记者：魏总，您认为投资中最重要的事情是什么?

魏上云：你的依据靠不靠得住，这里面也有人比较重视大盘的预测，信息的刺激，所有这些东西，我们觉得它都有不确定性。对我们自己来讲，我们希望在投资的考量上，我们的基石是扎实的，能够经得起这个市场考验，这可能是最重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



伍　军

安静地交易

“我去年年初投资智德，到现在也快一年了，感觉智德是慢慢帮你赚钱的基金，市场大涨时它是小涨，市场大跌时它不会大跌，通过长期获得累计收益成为超额收益。智德投资总经理伍军说他喜欢安静地交易，我也喜欢这种安静。”

这是我在采访智德投资总经理伍军之前发现一位投资者对他的评语。

正如这位投资者所说，从短期来看，智德优势不明显，但是长期来看回报稳定，尤其是在市场下跌中表现突出。

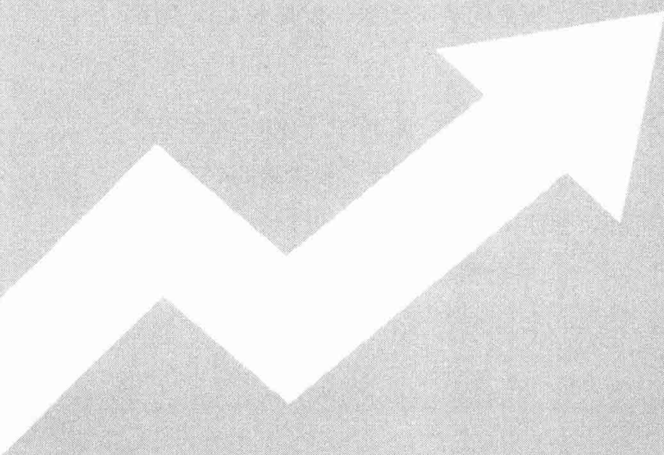
以智德旗下成立时间最长的智德持续增长为例，它成立于2008年6月，在2008年的单边下跌行情中体现了极强的抗跌性。在经历了最黑暗的4个月之后，净值损失仅为3.67%。2008年底，智德持续增长获得了近11%的绝对正收益，是少数几只获得正收益的产品之一，而同期沪深300跌幅为40%多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从智德持续增长的走势图来看，几乎看不出大盘的波动影响。截止到2010年8月25日，该产品累计增长率为65.47%。

创办智德投资前，伍军历任东方证券自营总部负责人、中银国际基金投资部总经理兼中银持续增长基金经理。在负责东方证券自营业务期间，保持了6年连续盈利的纪录，并于2004年取得券商自营第一名的佳绩。在中银国际基金期间，所管理的中银增长基金规模从20亿增长到近200亿，被银河证券评定为五星级基金。

伍军也把这样稳健的投资风格带到了智德。智德投资采取核心卫星策略，以组合配置分散个股风险。不同于大多数基金经理，伍军没有令自己津津乐道的股票，因为他的投资组合里常年保持至少20~30只股票，哪怕对非常看好的个股，投资比例也不会超过10%。智德以其安全的性能，带给投资组合均衡的营养。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寻求风险和收益配比的最佳组合

私募的投资目标就是追求绝对收益，但是对于客户来说，只追求绝对收益是不够的，存银行也是追求绝对收益，因此，智德的目标是把短期绝对收益累计成长期超额收益。

记者：从智德的产品走势来看，我们可以看到这样一个轨迹，持续稳定增长，受大盘波动影响很小。在此想请您详解一下智德投资的投资理念和投资策略。

伍军：智德投资的投资哲学是，一直在寻求风险和收益配比的最佳组合，并当做我们的投资目标，因为我是从公募出来做私募的，投资目标确实跟以前大不一样，我们是追求绝对收益。当然我们跟客户讲只追求绝对收益是不够的，存银行也是追求绝对收益。第二个目标，我们能够把短期绝对收益长期积累成超额收益。从过去做的一些业绩情况来看，包括出来做私募后智德的产品来看我也做到了这一点。

怎么做到这一点？有一个原则，我们始终做相对比较大概率的事情。所谓大概率的事情，就是指其实没有人能保证自己的每一笔投资都能够成功，但是我们一定选取投入了资金、过一段时间能给你带来收益的品种。我们整个团队，尽量回避似是而非的投资。

投资是科学和艺术的结合，通过研究，我们对一些投资或者股票有一些观点。例如两个相似的投资，两个10块钱的股票，一只股票我们预期它会涨5块，下跌只会跌1块。另外一个是反过来的，上涨可能只有1块钱的收益，下跌可能是5块钱，后者肯定不会纳入我们的投资视野，所以我们会寻求风险和收益匹配。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们在2009年8月份获得这样一个成绩，实际上是坚持的结果。刚才我提到，我们在6月份的时候也经受过市场的诱惑，也看到了周围的投资者，包括很多卖方研究员都非常推崇钢铁。我们通过研究发现它的逻辑存在很多问题，而且风险收益匹配也没有吸引力，于是我们就回避了这样的行业、板块和个股。在8月份，我们只是按照这样的逻辑投入到一些股票里，产生了好的回报。我记得9月份QFII（Qualified Foreign Institutional Investors，即合格的境外机构投资者制度——编者注）来考察，看8月份我们是怎么获得正收益的，8月份你可以清仓，没有股票可以不亏钱。我们的状态是80%持仓，而且有28个股票，对于国外专业投资者来说，这个业绩和你全持现金是不一样的。那28个股票我们投在哪里？例如当时的医药股，我们认为医药正好有医改等政策要出来，而且当时很多估值都是有吸引力的，还包括食品饮料、贵州茅台这些股票。

很多投资者是喜欢做股票，觉得很过瘾，但有时候不明白为什么来投资。其实在我们眼里，投资的本质是我拿一笔本金来希望获得回报，连本带利带回去。因为我做了15年，看到周围很多亲戚朋友，一年、两年下来，或者更多的时间下来，他们的资产值一直上上下下波动，拉长五六年看是原地踏步。我想私募基金要回避这个事情，所以我们8月份取得这样的成果是长期坚持的成果。

安静地投资

伍军认为，从公募转私募，对他而言更主要是有一种新的生活方式或者投资方式，就是安静。其实投资是一种智力劳动，需要思路很清晰。伍军常要求自己让心理和身体处于最好状态，往往这时候投资业绩也会最好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：在此想跟伍总分享一下您的一位投资者对您产品的评价，您看他是不是可以称得上是您的知音。这也是我在搜集资料的时候，无意中发现的。

他说："我去年年初投资智德，到现在也快一年了，感觉智德是慢慢帮你赚钱的基金，市场大涨时它是小涨，市场大跌时它不会大跌，通过长期获得累计收益成为超额收益。智德投资总经理伍军说他喜欢安静地交易，我也喜欢这种安静。"不知道伍经理有没有看到这个评价？

伍军：我很感谢这个投资者，他说他跟了我一年，我觉得他的总结是比较好的，因为我是从公募出来的，公募对我们有很多训练和锻炼，让我们对投资有一些理解。

但从公募出来到私募，对我个人来讲，更主要是有一种新的生活方式或者投资方式，就是他所说的安静。其实投资是一种智力劳动，你需要让自己思路保持清晰。我常对自己有要求，让自己心理和身体保持在最好的状态，往往这时候接下来投资业绩会非常好。

这个投资者提到安静，他确实很理解我，我很感激他。另外他也提到了收益的因素。我个人对投资有这么一个理解，其实投资是一个什么情况？尤其我们做资产管理，我希望我的投资者对我的要求当然是要有回报，但是他需要给我几样东西。

有人提到需要本金，但是很多人会忽视时间，因为我是学理工科出身的，可以把我的基金表现跟几个因素比较，看跟谁更挂钩。一个是股指，一个是时间，因为我们画 K 线图都是跟时间轴更挂钩，所以我希望智德投资能跟时间轴更挂钩。而且从我过去做了十几年的状态来看，我现在应该做到了这一点。

我希望将来能够把这个状态延续下去，让我的投资者能够真正享受到。

我希望帮他们承担投资的事情，让他们优雅地生活，做他的事业，陪他的家人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利用对冲工具平衡风险收益

伍军颠覆了投资者习惯性关于“对冲基金就是高风险高收益”的认识，他介绍，之所以筹备海外对冲基金，主要是为了扩展投资范围，有更多的选择标的，从而更好地平滑风险，获得收益。

记者：我们再回到智德发的产品上，2008年6月，智德第一个产品智德持续增长成立，2009年上半年，智德投资第二、第三个产品又相继成立。8月，智德开始筹备海外的对冲基金。我们在此想了解，成立海外对冲基金的理念和具体操作是怎样的构想？

伍军：海外投资基金主要是扩展了我们投资的范围，如果在A股的话，只有A股标的可选，整个市场风险性是一致的。如果我们集中在全球视野上做，可以选择更多标的。中国有一句话，东方不亮西方亮，对投资者来说可选地区很多。海外有很多衍生品，可以做一些保护，我认识一些投资者，2008年在香港损失很少，甚至是正收益。他们也是很好的价值投资者，他们也是看公司的投资者。如果2008年在中国坚持持有个股的话，结果是很困难的。但是他们在海外，可以坚持自己的核心理念把自己的业绩稳定下来，因为有很多衍生品。我们做私募的人是热爱投资的人，而不是拼命想挣钱的人，对于热爱投资的人来讲应该有一些可供选择的工具。当然海外市场发展起来也是很艰辛的，甚至这个市场也是错综复杂的，但我相信我们会努力平衡风险收益。



记者观察

再见到伍军是在2010年1月底和讯财经风云榜颁奖会上，伍军兴致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

勃勃，见面第一句就是："我们已经通过了成立海外对冲基金的尽职调查。"成立海外对冲基金，一直是伍军的梦想。

私募要注重持续营销

对于发行产品来说，伍军认为，持续营销更具有生命力，做私募就是在做一个企业，做企业更需要耐心，不仅在数量、规模上做足，更重要的是把业绩做足。

记者：2009年9月公募基金一对多专户产品诞生，基金市场一边是一对多产品大热，另一边是公募基金新产品首发规模大幅缩水，一对多产品诞生仅一个月，数量已经达到86只，有望为市场提供近两百亿元增量基金，请问私募基金的募集是否受到影响？您会用什么样的优质服务吸引高资产投资者？

伍军：资产管理者扩展规模有很多种方法，现在在中国大家谈到这个问题，跳在脑子里的是发新产品。实际上无论对公募还是私募，新产品一个个地发会带来管理成本，而且对客户来讲也会带来一些问题。我觉得私募更应该注意持续影响。智德最近的业绩挺好，其实已经体现在持续营销。包括本人在公募做的产品最早是20亿发行规模，到我离开的时候达到200亿。我觉得无论在中国还是世界上，持续营销可能更有生命力，对客户来讲，对管理人来讲都是最可取的方法。

大家关注产品数量时还可以关注公司的业绩，智德想把事情做得更好，更踏实，这是一个目标。中国过去坚持的是多、快、好、省，因为我现在也是做企业，做投资，我觉得做投资就像长跑，做企业更需要耐心，不仅在数量、规模上做足，更重要的是把业绩做足，所以智德的风格和业绩都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

开始出来了，例如我们的波动性比较好，我们的业绩，哪怕看绝对额，和私募同行相比也是一个不错的水平。我觉得一个好的企业一定是一个综合素质最好的企业，而且智德的目标，不是做成最大的私募，而是做成最受人尊敬的私募。

两条主线主导行情

伍军分析，2009年市场有两条主线，一个是心理上的矫枉过正，一个是政府态度，涨跌皆因这两条主线。

记者：我想先回顾一下2009年前三季度的走势，回顾整个走势以后判断一下未来市场的走向。从2009年前三季度来看，拉开2009年的月度K线，1到7月份一列漂亮的加速阳线，将股指从1850点附近直接拉升到本轮行情的高点3400左右，其后8月份21.8%的回调迅速吃掉6、7月份的涨幅。9月呈倒V型走势，也就是前高后低的走势，9月份小幅上涨4.2%。我想在此请伍先生给我们分析一下，在前三季度这样走势上升阶段，8月份出现暴跌，是什么主导了这样一个走势?

伍军：我觉得看中国股市跟看全世界的资本市场一样。我们认为，2009年的市场可能有两个主线，一个是心理上的矫正，所谓心理上的矫正，大家都知道投资是人与人之间的博弈关系，在资本市场、在股票市场上都是，期货市场这一点体现得更强烈一些。实际上2008年美国次贷的爆发，导致全球出现金融危机或者经济危机，在2008年下半年，这对全世界无论是机构投资者，还是普通散户投资者都造成了心理的重创或者影响，所以我们看到2008年大家在心理上有极度悲观的状态。

拿中国市场来看，实际上从上一波牛市推升到6000点可能有点过度，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回到3000点可能是合理的。但我们实际上看到一个真正的结果，从3000点一下子杀到1600点，这个在外围因素上表现出投资者的恐慌。到了2009年，刚才说到投资者的心理开始恢复了。我们一直在讲经济的恢复，实际上投资者的心理也在恢复。你刚才说到，2009年上半年连拉了7根阳线，一直到8月份为止，所以实际上这是心理的恢复。

第二个主线，是政府的财政和货币政策的主线，就是政府态度的主线。从业15年的时间里，我也看到政府在很多时候对经济，或者资本市场的一些举措，但必须诚恳地讲，2009年在经济上，或者在股市上的支持力度是非常罕见的。例如信贷规模我想是超出了很多人的想象，包括财政政策最后落实的规模、力度、速度都超出想象，所以这一根主线对2009年前7个月，甚至到现在为止都有深远的影响。

回顾2009年，我想前面两根主线是要抓住的。下面再看看我们对未来的看法。当然股市是智者见智、仁者见仁的地方，我只能代表智德或者我本人猜测。做了十几年，我越来越敬畏这个市场，可预测的事情已经越来越少，甚至已经没有了，你提了这个命题我只好做一个猜测。我觉得这两根主线从心理上讲，已经表现得比较充分了，因为7个月的阳线在中国股市上也是不多见的，所以我觉得心理恢复的动量对股市已经达到相对平衡的位置。

再回到政府的举措，实际上智德的投资者会注意到，智德在8月份市场下跌超过20%的情况下仍然是正收益。为什么会出现这样的情况？7月份我们做了一个研判，感觉到政府的举措会有大的变动。我们注意到7月份的时候货币政策可能没有明确地出现大的变动，但在媒体上，在各种场合我们看到政府层面，或者学者层面的争论，一些不同的声音开始出现。从长期的角度来讲，以前在基金公司的产品叫“持续增长”，我们确实认为这样的货币政策是很难再持续的。当然我们相信政府在前7个月，甚至9月份最新的数字出来时信贷量还是很大的，在这个背景下预计不可能有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个突然转向。最近有一些 QFII 和一些海外投资者到我们公司拜访，我们明确告诉他 7 月份以货币政策为导向的流动性可能已经见顶了，但是我们相信政府是明智的政府，会一点点改变，而不会急刹车，因为这对经济是致命的伤害。在 8 月份我们看到很多投资者意识到这个事情较晚，而且采取很极端的过程，所以 8 月份整体市场有点受伤，我们看到 9 月份和 10 月份最近的表现，大家心情又有一点平静。我们认为两个主线还会延续，政府还会继续关注经济，投资者的心态也确实比 2008 年最坏的时候有所回升。但是我认为这两条线对未来整体市场的贡献可能会比上半年减缓，甚至减缓很多。

我们在跟海外的一些接触中，确实感觉到海外机构投资者投资热情很旺盛，例如现在很多海外投资者都在想办法拿 QFII 额度，而且在境内找最优秀的 A 股投资顾问。我们看到 2008 年很多机构投资者离开这个市场，但是现在这些钱开始回来。从 8 月份开始，大家看到美国道琼斯指数很强，我的简单理解实际上是股票投资者补库存。

记者：从刚才伍总分析上半年的情形来看，还是人们对 2008 年市场过度下跌有一个心理预期的修正，以及流动性宽裕两条主线把市场推高。到了 8 月份，这两个因素都有所变化，比如说市场估值已经达到了一定的极限，流动性又有微调的预期，导致 8 月份的下跌。回顾过去就是想展望一下四季度股市可能会怎么样，把它细分来看有这样一些因素，比如供给和需求。从供给来看，供应量看起来是很大的，截止到 9 月份，包括 IPO、增发配股在内的融资额并不是很大，2009 年大规模融资是从 6 月份开始的，照此速度下去，2010 年融资额可能超过 2007 年融资额，这是一个巨大的量。还有一个创业板，创业板登上了历史舞台，我们可以看到首批挂牌公司将会集体打包，再加上 10 月份大小非减禁的高潮。您认为供应量急剧增加，对未来股市影响会怎样？

伍军：我觉得这是一个非常好的问题，其实我相信很多投资者都专门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

学过经济学，任何一本经济学书都一定告诉你供给理论，你提的问题把股市的本质抓住了。有时候股市有很多纷繁的因素，如果我们一个个看很难理出头绪。但我们如果用最重要的经济学知识——供给和需求判断的话，更能抓住本质。就着这个话题讨论下去，就我们智德和本人来看供给是显然的。

我还想补充一点，刚刚没有提到国际板。从媒体上，从我们了解到的信息中，我相信国际板已经在紧锣密鼓地筹划、征求意见，政府已经开始制定时间表了。国际板也是一个供给，所以在供给的背景下，我们智德确实认为供给可能在看得见的时间内是绝对旺盛的，所以这也回应了我们关于强供给的观点。

中国的证券市场到现在为止还是一个很健康的市场，每年或者每个月都有新的资金流动，因为我们看到机构投资者的壮大，特别是最近的“一对多”也开始发行，包括私募也都在不断筹集钱，甚至刚才我提到了海外投资者的钱也在进。但是相比来讲，供给要在短期内成为一个更主要的问题，所以我们判断指数会在一个区间内运动。

因为我在中国做了 15 年长期投资，以前我所在的基金公司是一家合资基金公司，我们有机会到国外开会，或者接触到海外的投资者甚至经济学家，他们基本上分成两类，一类是对中国特别乐观的人，一类是特别悲观的人。回顾过去，中国刚刚庆祝了 60 周年生日，特别是回顾改革开放 30 年，我喜欢不仅看待中国的事情，还要看待投资，不要把事情想得太好，也不要想得太坏，所以供需在短期内供给是偏大的，长期来看我觉得还是保持在平衡的范围内。从中长期来看，我觉得这个股市还是在一个合理估值区间范围内，处于一个波动的状态。

记者：刚才听伍总的话，虽然说货币政策有微调的迹象，比如流动性顶峰期可能过去了，但是还会有其他的因素补充，比如新基金的发行，包括海外热钱流入可能是作为资金来源的补充，对于流动性的影响不是特别大，可以这样理解吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伍军：对，投入到股市的流动性不是特别大。

记者：刚才我们从一些偏负面的消息看待市场，现在我们再来看一些比较好的消息。从公布的数据来看，2009 年 9 月份 PMI 达到 54.3%，创下 2008 年 5 月以来近 17 个月新高，同时也是连续第 7 个月高于 50% 这个经济扩张与收缩的临界点。不知道您怎么看待这些情况？

伍军：对于我这样一个职业投资者来讲，关心宏观经济数据是我的本质工作。由刚才提的数据来看，我必须说对于一个投资者来讲，这些数据实际上是中规中矩的数据。因为大家知道节前有一些人，包括我知道的一些基金经理和投资人都做了减仓和清仓的决定，对于仓位很轻的人来讲，又会存在补库存的情况，大家会看到这些数据在节后有提前消化的状态。

从经济分析来讲，这些数据是中规中矩的。最近的股市相对比较稳定，我觉得印证了已经有提前消化的这种情况。

第四季度重新寻找平衡点

伍军预计 2009 年第四季度的行情是一个重新寻找平衡点的过程，股市可能会处于一个平衡的状态。

记者：我们刚才从利空、利好两方面都进行了阐述，基于这两方面的平衡，我们还是想请伍总介绍一下您对未来走势的看法。

伍军：刚才我提到中国改革开放 30 年来，中国经济一直在不断地上升。如果在中国过去 30 年你是一个做多的人，那么收获会很大。

如果讨论中国股市的走向，我觉得必须看这样一个背景，就我个人来讲，或者智德的观点来看，其实中国现在处在一个非常重要的阶段，或者是一个十字路口。为什么这样讲？因为我在 2007 年下半年做基金经理的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时候，当时增长发生在2007年第四季度，2008年1月份表现也是非常好的，因为我们在2007年下半年第三季度的时候已经意识到经济有过热的情况，甚至整个经济结构都可能持续受到挑战，所以提前做了一些布局准备。当然这个事情后来证明是对的，甚至国际上紧接着发生了一系列的金融危机，所以中国股市会从6000点跌到1600点，当然从1600点又回到了3000多点。我认为，我们当时所顾虑的命题现在还没有消去，中国的经济结构会怎样，中国的未来会是怎么样的？

在这一次经济危机中，中国经济是世界上经济大国中表现最好的，我们应该感到自豪。但是，我觉得我们也应该仔细分析，中间有一些因素，确实有一些是政府的努力，当然也有全国人民一起抵抗这个风险所共同做出的努力，但是这些努力实际上已经消耗了我们过去的积淀，包括为了拯救经济，财政付出了很大的代价。包括我们的货币政策，现在也做到了建国以来非常巅峰的状态。这样的状态能不能持续？

我刚才提到我喜欢“持续”这个词，我相信无论是投资者，还是普通的中国民众都应该意识到这一点。在学过经济的人眼中，经济危机有它残酷的一面，会有很多人、很多企业在这个过程中受伤，甚至关门；但是从长期来讲，它是优势企业淘汰弱势对手的阶段。其实像生物体，有一个新陈代谢的过程，一些弱势的或者不符合这个社会时代发展的企业就会退出这个市场。当这些完成之后，经济开始重新恢复，我们会看到很多企业其实在这个过程中受益。而且从长远来看，大家都知道中国的上市公司很多是代表了中国一些优秀的群体，如果经济危机发生了之后，整个社会抓住这一结构调整的机遇，那么上市的群体往往是受益更多的人。

到目前为止，我们觉得这个工作出现一些可喜的变化，但是起码没有达到预期的深度，这个事情一定会演变，会不会拉长时间段？我们关心这个问题。在比较长的时间内，我们认为中国的经济和股市需要修正。因为2009年上半年，虽然所有做投资买股票的人都很开心，但是现在看看，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实当时有一些投资者的冲动值得探讨，或者是错误的，不对的。例如有一批很优秀的投资者，在5、6月份对钢铁股倾注了很多的力量，现在来看当时的预期有些乐观，所以我预计下半年3个月的行情是重新寻找一个平衡点。我相信管理层在施过猛药之后，也会看经济是不是真的有所反应，而且在中间也会检讨措施。我相信下面的股市是平衡的状态比较多。



记者观察

伍军认为，现在是一个“振荡市”。金融危机对各行业来说，从整体来看可能会是一次利空，对于很多企业是一个毁灭性的打击。但是对于一些新兴的板块来说，它也是一个机会，比如说中国进行了很大的产业结构调整，有这么大力度，政府下了这么大的决心，这也是金融危机带来的正面影响。

没有夕阳行业，只有夕阳企业

“没有夕阳行业，只有夕阳企业”，伍军认为，各个板块做得优秀的人都可能涌现出来，但关键是看他有没有把握下面的经济危机给他带来的扩张机会。2010年，在信贷比较紧张的情况下，保有强劲现金流的企业更容易获得优势。

记者：请问您，中国经济接下来上升动能在哪里？对哪个行业影响是最深刻的？

伍军：我必须诚实地回答，我觉得中国经济的动能其实只有一个，就是内需。但是，现在这个动能还没有完全建立起来，需要政府和民间一起把这个事情做起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：您认为未来的投资机会可能会在哪里？

伍军：我研究上市公司喜欢看报表。我记得我入行的时候看《巴菲特传》，巴菲特已经提到现金流表，当时中国上市公司没有公布现金流表，当然现在有了。我预计2010年银行信贷不可能做到2009年这么充裕，所以就长期来讲，我觉得2010年在信贷比较紧张的情况下，一个有强劲现金流或者强劲资产负债表的企业更容易获得优势。

刚才谈了对金融危机的理解，我觉得金融危机远没有这么迅速地结束掉，还会有一段时间，可能没有前面那么疼，但还会延续下去。在这个过程中，有强劲现金流、强劲资产负债表的企业，可能会有一个出手的机会。

我有一个重要的观点，即过去三四年中国经济发展是一个增量的过程，例如我们不停修高速公路，不停建大楼房，我相信这次经济危机刺激中国再修几条公路，但是找可以修高速公路的地方难度越来越大，中国经济从增量转到存量，在这个时候，有现金的企业出手收购存量就有优势了。

2010年我倒很难说什么板块，我的观点是“从来没有夕阳行业，只有夕阳企业”，所以我觉得各个板块做得优秀的人都可能涌现出来，但关键是看他有没有把握下面的经济危机给他带来的扩张机会。

关于“物以稀为贵”

对于银行股的“低估”和概念股的“高估”问题，伍军认为可以用“物以稀为贵”来做解释，在中国股市投机氛围没有太大改变的情况下，银行股的低估值还会维持。

记者：请问您如何看待银行股的走势？如果从估值的角度来说，银行股无疑是很有吸引力的。但从资金偏好来说，我们可以看到甲流疫苗这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的概念在暴涨，物联网这样的板块在飙升，但是银行板块集体飙升的情况在近几个月也是基本上没有过的现象，似乎资金情愿炒作毫无业绩的概念，也不愿意进入估值较低的板块，您怎么看？

伍军：我记得小时候上学读鲁迅的课文，鲁迅有一个物以稀为贵的观点，其实在股市里也得到了应验。例如钢铁和有色金属的性质有一些相似，它们都跟经济相关度很高，跟生产建设和固定资产投资挂钩。但在中国股市你会看到，有色股比钢铁股活跃得多，例如铜板块，可能只有两三只铜的股票，但是回到钢铁，可能有近百只钢铁股，所以你看到钢铁股活跃度比不上有色，而且它的估值长期很低。银行股已经开始从当初只有一个深发展、一个招行的阶段，慢慢引入到了银行股越来越多的状态。因为经济危机放贷增加，很多小银行核心资本降低很多，于是在外面一直找新的股东补充核心资本，补充完核心资本它们也想上市。四大行的农行也要准备上市等等，所以我觉得银行板块还会继续扩张。

在物以稀为贵的背景下，比起刚才说的物联网优势确实差很多，银行股的低估值在中国股市投机的氛围没有太大改变的情况下，还会呈这样一个状态，并维持一段时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



童第轶

计划性投资者

首先制订一个投资标的，然后去想能够承受的风险有多大，依据公司的基本情况、成长性和短中期的信息、实际发展情况、技术形态等，综合拟定出能承受的风险度，设好止损点，之后再进场操作。虽然每个公司都不一样，时间不一样，忍受度也不一样，但一定要设好，这是一个历史总结，一定要先确定好这个原则，然后再进场。出现问题之后还要依据原理离场观望，不能在盘中修改计划。

在做每一次投资之前，龙赢富泽资产管理（北京）有限公司总经理兼投资总监童第轶都会制订计划并且严格按计划执行。

“市场机会是有限的，但同样风险却是无限的，所要介入的标的首先要让我立于不败之地，之后我再想怎么样去战胜市场。”童第轶是一个风险厌恶者，他的投资理念为“凡战者，以正合，以奇胜”。“以正合”，就是要知道制订防御的办法，防御的策略，怎样抵御市场、个股的风险。“以奇胜”就是

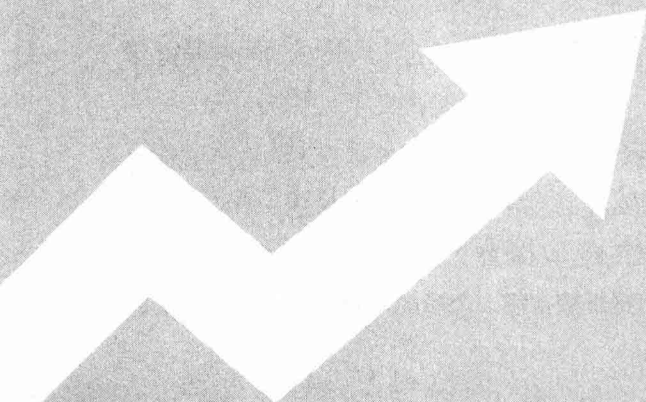
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

想取得超额收益，要取得和市场不一样的成绩，一定要出奇制胜。

童第轶具有15年证券市场投资管理实践经验，1998年至2004年任《中国证券报》总编室记者、国际版编辑，2004年至2006年任中国人寿资产管理有限公司投资研究中心分析师，2006年至今任龙赢富泽公司总经理兼投资总监。

2006年上半年上证指数尚处于牛市初期，他利用高杠杆模式在3个月内本金盈利超过8倍。

通过个人证券投资操作，他赚得了龙赢富泽公司大部分的注册资本。2009年，童第轶掌舵的第一只信托产品以137.20%的收益率让龙赢富泽居于私募排行榜前列。该信托成立于2008年6月2日，截止到2010年8月25日，产品累计收益率为44.42%，同期上证累计收益率为13.37%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不计划就乱了

记者：先问您一个生活习惯问题，每天收盘之后您在做一些什么工作？

童第轶：盘后读一些报告，下午休息一下，做做体育锻炼，晚上 9 点之后继续工作，到深夜。

记者：深夜在研读报告还是做第二天的计划？

童第轶：都有，读一些信息、资讯、报告，修订一下计划，把明天的短期计划写好，万事大吉之后再睡觉。

记者：童总是一个计划性非常强的人。

童第轶：不得不如此，不计划就乱了。



记者观察

2010 年第一季度 A 股市场 1 月份明显下跌，2、3 月份基本为振荡市，上证指数收于 3109.1 点，累计跌 5.13%；深证综指收于 1211.25 点，累计涨 0.82%；沪深 300 指数累计跌 6.43%。证券投资类私募基金平均季度收益较一般，非结构化产品平均收益为 -0.01%，结构化产品平均收益为 -1.98%。在第一季度虽然股指总体处于窄幅振荡，但波段性机会、局部的热点却此起彼伏，中小盘股票表现相当活跃，一些弱周期性行业如零售、医药、化工、信息技术等行业走势较强劲。

中期角度孕育风险

记者：您认为 2010 年的行情会如何演绎？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

童第轶：我认为2010年是趋势不明朗的一年，如果上半年或者年中时候走好的话，市场将可能遇到比较大的下滑压力，要突破也是一个假突破。从最近一两个月看，市场往上走的概率在加大，从中期角度来讲，可能会孕育着风险；从短中期来看，应该是一个新的上升周期，初露曙光。指数短中期走好的话，个股机会应该层出不穷，这时候不要太在意短期的波动。

记者：从近半个月来看，市场的风险还是比较小的。

童第轶：对，从政策面也可以看得到，经过加息之后，我觉得在一两个月之内，这种大幅加息的可能性很低，甚至到2010年年底10月份之前大幅度加息的可能性也不大。一是第一季度CPI不是很高，二是在短期面临着升值的背景下，加息的幅度不会很重，因为短期小幅加息的目的是为了抑制通胀，可是如果中国目前加息的话，反而会诱导输入型通胀的到来，因为短期热钱会更加汹涌而至，升值压力会更大或者通胀情况会更糟糕，短期加息幅度小的话，反而会诱发通胀，何不采取别的宏观调控措施。我的意思是，要么不加，要么大幅度加，这种可能性是存在的。所以，大家不要太在意或者太在乎短期之内加息的威胁，应该也不重，即使要加也是很轻微的表示，我觉得加的可能性还不是很大，除非当月CPI指数超过5%或者6%，但也有这样的说法，我听宋国青聊过，2010年5、6月份单月会出现8%以上的CPI上涨，但我看不出这方面的迹象。

记者：刚才您说市场孕育中期风险，这是什么原因？

童第轶：我认为从经济面来看，它交织着复苏和通胀的情况，很难说以复苏为主导还是以通胀为主导，到2010年下半年，谁占上风还不一定，所以大家不要猜测它是不是上升，只是几个月之内两者是交织的，一会儿给你的信息，通胀要起来了，一会儿给你的信息，复苏没有问题，还要加强。我觉得，在这个期间，市场上不会有特别强的趋势性行情，不管是往上还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是往下。

先假定一个方向，不管下半年是以复苏为基调还是以通胀为基调，7、8月份或者年中，市场不管以哪个为基调运行，或者经济面怎么走，市场都面临着比较大的下滑压力。

记者：就像温总理在2010年政府工作报告中说，今年将是中国经济最为复杂的一年，从目前来看，股市可能也是这样扑朔迷离的状态。

童第轶：对。

半年内股指期货对大盘影响不大

“潮汐改变不了大海的方向。”童第轶判断，股指期货推出前半年，对股市影响不会太大，随着时间推移，影响会逐步显现。

记者：我们可以看到，4月份证券市场将迎来股指期货的推出，您怎么判断股指期货的推出对市场的影响？

童第轶：我认为还是渐进的，真正还是看机构投资者怎样入市，包括基金、券商、保险资金，他们是不是准备大规模参与，因为只有机构投资者大量参与，市场才会发生明显的变化。证券市场中，股指期货的推出对期货业是大的利好，从国际经济角度看，带来的利润和商品期货是1：10的关系，但决定不了证券市场的中长期走势，只不过是在结算月前后助涨助跌，或者短期带来波动性的节奏，但改变不了市场真正的方向。我感觉是渐进的过程，至少头半年之内不是很明显的过程，2010年年底或者2011年年初股指期货对市场的影响会慢慢显现出来。

记者：股指期货在半年之内对市场影响很小？

童第轶：对，影响不大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

蓝筹不具备整体走强的条件

童第轶判断，整体来看，蓝筹股是脉冲行情，不具备整体走强的可能。在宏观经济不确定的情况下，要去寻找个股机会，有些个股莫名走强的背后还是有一些原因的，比如整合、重组、增发对利润的贡献。

记者：回顾一下第一季度的市场状态，中小盘继续走强，大盘蓝筹低位盘整，市场在交织着利多利空过程中继续复杂。您怎样看待大蓝筹和小股票的行情？

童第轶：整体来说，我认为蓝筹是脉冲性的行情，不具备整体走强的可能（排除个股），会发生持续往上的过程，股指期货的确是一个催化剂，但它们不具备整体、大幅、持续走高的过程，整体底部会慢慢抬高。年底市场处于高位，风险随之而来，随着它的走高，市场会慢慢产生泡沫和高位风险。关键是看年底蓝筹能往上走多高。

记者：创业板、小盘股有的估值已经很高了，有的市盈率达到100多倍，但还在继续走高，比如合众思壮、汉王科技等，但华夏银行、兴业银行PE值只有10倍、11倍，您怎么看估值？未来我们要想选股票，该选什么样的股票呢？

童第轶：还是以个股为主。银行估值下跌不是没有道理，而是反映了未来两三年之内大家对于经济能否持续走好的负面看法。尽管当期的利润很高，但它是在2009年巨额放贷基础之上的，投资者的疑虑还是存在的，如果经济复苏进程反复，在有一年或者半年经济放缓情况下，银行坏账的幅度提高，就会把它一两年的利润率全部抹杀掉，大家始终有这个疑虑，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从而导致蓝筹股有这么低的PE。

抛去大家主观认为高泡沫的观点，有些个股走强的背后还有其他的原因，有些中小板和创业板股票很小，行业也是新兴行业，通过调研可以知道未来有高增长。2010年、2011年有的公司能维持100%以上的增长幅度是很确定的事情，把“双一百”情况放进去，到2010年年底评估现在的市盈率就是25倍，有两个100%，现在100倍，到年底就是50倍，2011年再增长1倍，就是25倍，这也并不是那么高不可及的位置。这就是为什么有些个股会不断受到大家追捧的原因，当然，它用的资金量还是有限的，它本身容纳资金还不多，市场轻微一推就可以把它推到这个幅度。

大家还是要仔细的甄别，如果不清楚大的宏观面，那就仔细去看小的行业，而这些小公司未必一定是创业板或中小板的。最近我看一些二线蓝筹，这些股票还是有一些痕迹可循的。如果2010年以个股为主的话，每个公司变化还是蛮大的，有些个股莫名走强的背后有一些原因，比如整合、重组、增发对利润的贡献度尽管是一次性的，但的确会改善公司、企业整体的经营状况和本身的质量。

记者：您提到二线蓝筹的概念，我想起2009年热议的话题，比如房地产，说要投资二线地产股，在新闻上比比皆是。您怎么看待地产股的行情？

童第轶：我觉得地产股还是跟宏观经济面密切相关，它受政策的制约，受宏观政策的影响还是蛮重的，我觉得这里边很难有明确的投资机会。

记者：尽管房价在增，销售量在增，有着“价量齐升”的现象，但是作为股票来说还是少碰为宜？

童第轶：我觉得房地产不可预测的因素太多，而且它跟国民宏观经济相关度非常高，有点银行的意味，因此大家还是对它今后几年的经济增长看不清楚。

看得清楚的是要转型，振兴产业扶持力度大家看得很清楚，对内需产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业的需求也是清楚的，所以内需股这一两年走强也与此有很大的关系，包括医药，与商业有关的摩托车下乡、汽车下乡等都与内需有关，为什么这些内需股能走强，基本面是重要方面。

防御为主，看重个股行情

经过2009年复苏之后，童第轶认为2010年是调整年、巩固年、转型年。在这样的背景下，股市难有整体性上涨机会，机会更多地存在于小行业、子行业的个股中。

记者：我们再回到当下，基于最近的判断，您仓位还是比较重，您主要潜伏在哪些板块？其实这也给了投资者一个信号，您看好哪些行业和标的？

童第轶：还是以防御为主，比较注重个股的情况，不太分板块。如果分的话，还是以内需多一点，比如医药、军工、科技类的，包括未来预期的热点，像“三网融合”我也说过两次，但网络运营商始终得不到大家的认可，反而别的一些IPTV公司受到市场的追捧。我觉得还是要强调安全边际，本身已经有了，如果不成为热点的话，该退还是会退，而且还是会以比较分散的持有状态为主。2010年仍然以个股为主，板块不会更清晰。

记者：还是抛开板块看个股。

童第轶：对，他们老说概念炒了一遍又一遍，到最后还是这些东西。我觉得更多看个股的情况，有的公司业绩逐渐显现出来，如果预期不够的话还会继续上涨，有的公司明显已经超过了炒作的泡沫幅度，不管它怎么走，该调整还是会调整。所以，大家一定要注意，2010年情况会逆转，很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多个股也一样。如果继续往上走的话，很多个股顶部就出现了。如果未来大市见顶回落，也许有些股票还会以此为起点上涨。

也有一种说法，股指期货和个股相关度会降低很多，香港大概有 50% 的相关度，我们达到 90%，也许随着股指期货推出，我们会慢慢降低，尤其对于中小股票来说，个股情况参差不齐，千差万别，齐涨齐跌可能会越来越弱，的确，如果个股有重组，有行业变化，它跟大盘的节奏还是会不一样。经济基本面如果没有明确信号或明确方向的话，的确没有办法进行方向上的变化。

记者：您发的二期产品和一期之间的操作理念是不是基本一样呢？

童第轶：没有任何变化，也会依据我一直以来谨慎的原则进行投资。我认为，经过 2009 年复苏之后，2010 年将是调整年、巩固年，对我们经济来说也是一样，更多体现在小行业、子行业，以小股票、个股为主，我们大的宏观面还是以整固或转型为主。这时候老的或旧的经济增长周期已经结束了，我们不可能再期待出现 2005 年至 2007 年那样的经济增长结构，或者靠出口、盖房子来推动经济增长。未来肯定会变，这个改变需要时间的酝酿，改变之前会有一段时间的整固期，这个整固期有多久需要慢慢研究，2010 年会有这么一个反复的过程。

记者：最近很多私募都在发产品，包括您也发了二期，您怎么看待私募的规模？

童第轶：我感觉规模还是不宜过大，你要判断这两年有没有那么大的上涨机会，如果没有的话，我们不会进入新的经济增长周期，如果判断有的话，投资者这几年也是认识年，通过不断操作，修正、巩固自己的投资经验。我始终认为，真正的投资回报还是要在一波牛市中才能给大家带来超额收益，之前都是孕育的阶段。就像没有 2001 年到 2005 年的孕育也没有 2006 年、2007 年那一轮大牛市一样的道理，这个过程是要把思路更多地放在研究上，而不是营销上，这不是一个好时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

先虑败，后虑胜

“市场机会是有限的，但同样风险却是无限的。”童第轶的策略以谨慎保守为主，在整个投资过程中，他以“先虑败，后虑胜”的想法来操作。

记者：我们在此介绍一下龙赢富泽2009年掌管的中原理财红利二期龙原证券投资集合资金计划的收益情况，该信托成立于2008年6月2日，也就是熊市的半山腰水平，截止到2010年的4月2日，产品累计收益率为37.5%，同期上证指数累计收益率是–8.72%。请介绍您的投资策略和投资理念。

童第轶：我的策略基本还是以谨慎保守为主，私募和公募投资不一样。作为管理公司来说，分享的是投资者的绝对回报，因为只有给投资者赚钱，我们才能有自己合理的收入，所以，我们更强调在合理安全的策略之下投资获利，一旦有风险，我们还是倾向于以规避为主。客户相信私募，是把择时的权利交给了我们，不像公募，公募把择时的权利交给了投资者，6100点申购的基金和1600点申购的基金效果有天壤之别。

对私募来说，我们不是靠规模取胜的，只有投资者获利我们才能获利，我们要替投资者把这个关，即使要把钱给我，我也要判断现在是1600点还是6100点，如果1600点的话我会大规模买股票，如果是6100点，给我钱我也会放着，不买股票，市场机会是有限的，但同样风险却是无限的。所以，在整个投资过程中，我是先虑败，后虑胜。

我首先是制订一个投资标的，我也去想能够承受的风险有多大，依据这个公司的基本情况、成长性和短中期的信息、实际发展情况、技术形态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

等综合拟定出我能承受的风险度，再进场操作，我一定会设好我的止损点在哪里。当然，这个止损点千差万别，每个公司都不一样，时间不一样，忍受度也不一样，但一定要设好，这是一个经验总结，一定要坚持这个原则，然后进场操作。出现问题之后还要坚守原则离场观望，不能盘中修改计划。依据这个原则进行完这次投资过程，就算以止损出局，觉得这个很亏也要坚持，第二天这个股票是涨是停，你总结规则，不要局限在这个股票上，不要一天下跌，你就幻想第二天会涨停。你要总结规则和原则，不要仅仅总结一只股票。制定好了原则就不要再去修改，依据计划去实行。

以正合，以奇胜

童第轶的投资理念为“以正合，以奇胜”，“以正合”就是你要以正规的方法与敌人交战，“以奇胜”就是你要以非正规的方法去取得胜利。而“出奇”的方式和方法在每个阶段没有普遍使用的道理，要因时因地而定。

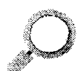
童第轶：这和我一直提的投资理念有关系，我始终在讲六个字，就是《孙子兵法》上的一句话，“凡战者，以正合，以奇胜”。“以正合”就是你要以正规的方法与敌人交战，“以奇胜”就是你要以非正规的方法去取得胜利，所以投资上首先要“以正合”：我要知道我防御的办法，防御的策略，怎么样抵御市场、个股的风险；“以奇胜”就是你想取得超额收益，要取得和市场不一样的成绩，一定要出奇制胜。“奇正之变，无穷于天地，不竭于江河”，就是“出奇”。没有每个阶段都普遍适用的方式和方法，每个阶段都有各自不同的方式和方法，大家可以根据时间、情况、环境去琢磨，去设定，包括抄底或重仓持有的某一个股票。我的策略、方法是持有的仓位、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

持有的股票，所要介入的标的首先要让我立于不败之地，之后再想怎么样去战胜市场。

记者：您强调自己投资习惯的时候，会事先有一个计划，这个股票的价值到底会被低估多少，包括对股票上扬的预期，以及大盘短中期趋势，这个股票没到您的目标价位会不会卖出？

童第轶：不会做大的改变，可能会微幅调整一下。



记者观察

童第轶是位非常有原则的投资者，丰富的经验使他能够制订出正确的原则，而他在坚守原则时进行交易“以正合”，在立于不败之地之时择机而动，出奇制胜，这也许就是他成功的秘诀之一。

不要轻易否定一个好的投资行为

要么不买，买的时候就要想清楚，制订好计划，该止损还是要止损，或者用分步建仓的办法，或者等市场趋势明显之后再买股票。童第轶认为不要因为股价的变化就轻易否定了一个好的投资行为。

记者：对于止损位，您怎么设定？

童第轶：每一个股票都不一定，短线仓会有2%、3%，中线股最高能容忍的幅度达到18%。

记者：比较高了。

童第轶：对，因为你确实认为它目前低估的状态比较重，市场波动幅度又很高，无法确定买完之后它一定要下跌，所以买中线股的时候，尤其要对基本面非常看好，业绩、成长性非常确定，但股价“跌跌不休”的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

候一定要想清楚你买的理由是什么，不能把盈亏当成买卖股票的理由。一旦买入中线股，就千万不要认为低估了之后不会跌，高估了就不会涨。按基本面来看，它继续下跌很正常，千万不能因为它跌了就怀疑当时买入它的理由，这个公司是不是有问题？业绩是不是还能增长？如果你怀疑这些东西的时候，往往会放弃。

记者：等于否定了自己。

童第轶：对，不要因为股价的变化就轻易否定了一个好的投资行为。关键看你的习惯，要结合市场，在熊市下跌时就要谨慎一点，不要轻易重仓介入，覆巢之下无完卵，再好的股票也会跌得厉害，就像 2008 年 10 月份一样，很多中小股票都是在一个月之内跌了 50%，基本面能发生这么大的变化吗？不能。很多人介入过早，只好在低位被迫清仓。其实他也不一定会清，但如果他的心理经历了买入股票下跌 40%、50% 的冲击以后，对公司基本面的信心已经动摇。暴跌时他也不会卖，但涨回来之后他也不敢再持有了，微利就跑掉了，最后就放掉了其后 3~5 倍的收益。我觉得，这点还是蛮重要的，要么不买，买的时候就要想清楚，制订好计划，该止损还是要止损，要不然怎么来拟定，或者你用分步建仓的办法，或者等市场趋势明显之后再买股票也可以。

提前布局，不追热点

童第轶强调提前布局，当还不是热点的时候，股票的估值较低，有安全边际，等它成为热点时候，你可以持有，也可以分阶段减持。如果变成热点再去追的话，很难有投资策略，很难有安全边际。

记者：我们看 2009 年龙赢富泽的一些操作，1 月初潜伏新能源板块，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2月初布局有色，3月初转投外需复苏型的股票，4月份迈入航运和港口，5月份重仓医药和军工。下半年因为实行谨慎保守的策略，一直处于防守状态，您怎么样进行热点轮换？如何把握住其中微妙的机会？

童第轶：我始终是提前布局，不喜欢追热点，因为我认为，当热点出现的时候再去追，本身就是一个短期的策略。我倒是希望提前布局，就是你想下一阶段它可能会成为热点，没有热的时候提前进去。这个东西很难讲，是不是你一进去它立马就会成为新的热点，未必如此，但你要有耐心等待它，运气好的话，刚买进去这个热点就转移过来。我还是强调提前布局，当它不是热点的时候，它的估值各方面比较低，有安全边际，等它成为热点时，你可以持有，也可以分阶段减持。如果变成热点再去追的话，很难有投资策略，也很难有安全边际了。一旦在热点中，如果跌了5%、6%，你就会不知道是应该持有、加仓，还是卖出，因为也许你无法判断热点是否可以持续，热点就已经结束了。

记者：热点不会潜伏得太早，因为是做私募。

童第轶：对，是不是转换过来不要有太多顾虑，有时候在安全性上多考虑一点也会好，当然，也可以依据你的投资经验看，市场的炒作会依据宏观经济政策和基本面情况。市场热点和市场注意力在不同的月份会呈现不同的变化，你提前预判、预估一下就可以了。

投资第一原则就是“不亏损”

“市场机会层出不穷，每年每月都有，但一旦本金遭受损失，这些机会都会没有。”因此，童第轶认为投资中最重要的就是巴菲特始终在提的三大原则：“第一不亏损，第二不亏损，第三还是不亏损”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：最后想请童总送给投资者一句话。

童第轶：我还是想跟大家说巴菲特的一句话，巴菲特始终在提三大原则：第一不亏损，第二不亏损，第三还是不亏损。我想解释一下，它里面还是有复利的想法，市场机会层出不穷，每年每月都有，但一旦本金遭受损失，这些机会都会没有，尤其初中期阶段。你始终保持复利状态，经过时间的积累，之后的正增长都会非常惊人。所以，投资者一定要非常看重本金的安全，没有投资机会不要去投，把握住市场出现的任何机会是不可能的，要把握住自己认可的机会。学会坚持，不要为了赌一把而在盘中改变，认为别人有这么赚钱的，我也要这么做，这样往往会使自己的资产处于风险状态之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



何 震

做一个持续赚钱的私募

何震无疑是公募基金界的一颗“明星”。他具有14年从业经验，曾任广发基金管理有限公司广发稳健、广发优选基金经理，在其任职期间，2005年广发稳健增长基金取得17%的回报，位列当年所有开放式基金的第一名，2006年管理的广发稳健增长列当年平衡型基金的第二名，2007年管理的广发策略优选取得145%的回报，获得“金牛奖”，是国内公认的明星基金经理。不论是让他一战成名的海螺水泥，还是云南白药、贵州茅台，都成为持续几年的牛股。

阳光私募基金在中国的大扩容给优秀的资金管理人提供了展现自我的舞台，越来越多的明星基金经理加入其中。2008年3月，怀着英雄情结的何震组建了自己的私募基金公司——上海汇利资产管理有限公司。

2008年7月25日，何震的第一期产品——汇利优选1期成立。随之而来的是不断走熊的A股市场。何震通过轻仓策略来规避市场系统性风险，从产品成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

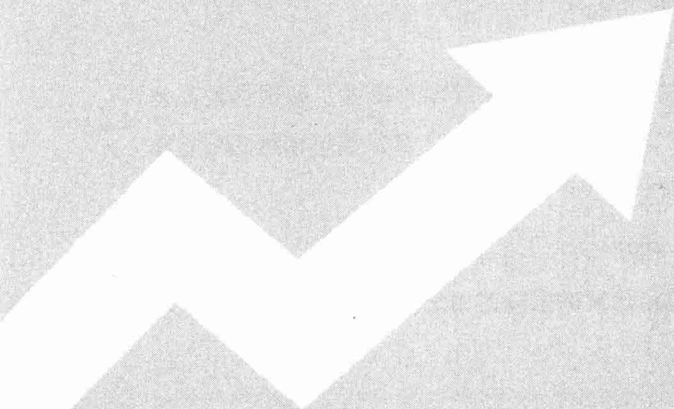
立到11月14日，该产品净值一直在100元之上，而同期上证指数从2865点下跌至1986点，其间最低曾为1664点。2008年底，汇利优选1期净值增长率为2.82%，是为数不多经过熊市仍能取得正收益的产品之一，截止到2010年8月25日，该产品净值为65.84%，超越沪深300指数80%之多。

“研究创造价值”是何震的核心投资理念，即通过深入研究中国经济发展的价值驱动因素，注重公司基本面研究，运用合理的估值模型和量化的财务指标，精选个股，采取积极主动的投资策略，追求长期稳定的投资收益。

同时，他强调研究的前瞻性和准确性，用规范化、系统化的方法，深度挖掘投资品种的内在投资价值，为投资决策提供支持。

通过深入研究，何震投资于“具有核心竞争力和持续业绩增长能力的行业领先型公司”及“基本面发生重大好转但股价尚未反映其变化的行业领先型公司”。他坚信投资回报来自于以基本面为核心的深入研究，通过对基本面的深入研究可获得超额绝对收益。

对资质优秀的公司，何震将其目标收益率客观地定为：长期的平均年化收益率为30%。其实何震的目标很简单——做一个持续赚钱的私募。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2010 年难现大行情

何震分析，2009 年的上涨很大因素是基于流动性充裕，而 2010 年是政策从紧的一年，也是中国经济的整固年，在这样的背景下，股市很难出现大行情。

记者：2008 年 6 月，您曾经说过这样一句话："2008 年可能是负年，2009 年可能是小年，而 2010 年可能是大年。"现在已经迈进 2010 年，您怎么回头来看您曾经说过的这句话？

何震：2009 年实际上是一个大年，如果从最低点 1600 多点算的话涨到 3000 多点，基本上是翻倍了，其实从年初 2000 点涨到 3000 多点，也有 60% 到 70% 的涨幅，所以 2009 年实际上是一个大年。如果 2009 年是一个大年的话，我个人认为 2010 年是一个小年的概率会比较大。

记者：您修正了之前的看法，为什么觉得 2010 年可能是个小年呢？

何震：第一点，2009 年的上涨实际上已经包含了很多乐观的预期，另外，其实 2009 年的上涨很大因素是因为大量投放货币，流动性比较充裕，2010 年很有可能是一个收货币的过程，流动性肯定不会超过 2009 年，是一个调整年、整固年，在整固的年份指望再出现大行情，我认为是非常困难的。

记者：您的这个小年的小，究竟会小到什么程度呢？

何震：我觉得指数可能没有什么收益，不会有趋势性的机会，但是可能会有一些结构性的机会。

记者：在各种经济数据中，国内生产总值、工业生产数据、固定资产投资数据、居民消费价格对贸易出口总额、就业数据这五类指标受关注度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最高。您最近主要关注哪些数据的变化？比如我最近也看到有预测说 2010 年全年新增信贷的目标是 7.5 万亿。

何震：新增信贷肯定也是我们比较关注的数据，因为它代表着流动性是收还是放，但是我们更关注的可能是 M1、M2，就是货币投放量的情况，还有一个利率的走势，这可能是我们特别关心的一个东西。

记者：对于股市的影响呢？

何震：我觉得影响会比较大的。

记者：比如这个 7.5 万亿？

何震：7.5 万亿我觉得是一个中性的数据，它可能不会让市场涨，也不会让市场跌，但是大家比较关心的是利率涨跌，这个更代表央行是收缩还是释放货币的态度，我觉得这个可能更重要一些。

记者：现在很多机构都认为 2010 年政策充满不确定性，包括 2010 年的股市，您前面也提到，可能会以振荡的格局为主，特别是近期对房地产调整的政策比较多。您怎么看这方面的政策变化？

何震：我觉得中国房地产的发展模式到现在为止应该是到一个尽头了，就是依赖于地价的上涨，然后再融资、再拿地，再赚钱，就是大规模扩张，通过这种外延式、比较粗放型的发展方式已经到一个尽头了。将来地产行业要发展的话，可能就是要提高单位产品的附加值，因为现在地价越来越贵，房价也很贵，通过地价房价上涨来大量赚钱越来越困难，只能提升楼盘产品的品质，提升它的附加值，这样的话赚钱就会困难很多了，就不像原来圈了一块地，找设计师设计一下，盖出房子就能赚很多钱，将来可能你盖的房子卖不出去，只有品质特别好才能赚到钱。

记者：您刚才提到房地产，对于其未来走势似乎并不看好，最重要的还是希望它有一个品质的提升。对于这一板块 2010 年的表现您怎么看？

何震：我对这个板块整个是看淡的，就是资源资产上游房地产跟投资相关的，整体我都是看淡的，它可能有阶段性的机会，但从长期看我觉得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

趋势是往下走的。



记者观察

当前，房地产的发展模式基本依赖于大规模扩张，何震认为依赖地价上涨，然后再融资、再拿地，这种外延式粗放型发展方式已经到了尽头。地产行业的趋势，应该是只有品质好的才能赚钱。

记者：消费类的相关产业呢？

何震：消费类长期是往上走的，可能阶段性贵了会盘整一下、休息一下，但是我觉得总的趋势是往上的，应该跟上游的东西是相反的。

记者：比如说汽车类产业？因为我们知道 2009 年中国的汽车销售量是非常大的。

何震：汽车就要看旺盛的销售态势能不能够持续下去，但从股价的涨幅来看，我觉得涨幅已经很大了，整个板块的市值也非常大，实际上把这种乐观的预期都已经包含在里面了，我觉得这个板块是没有超额收益的。

记者：另一个问题，几乎每年的 12 月份到次年的 4 月份，基本都有一个年报行情，您觉得 2010 年有可能还会出现这样一个行情吗？

何震：还是会的，因为市场的热度还在，热钱还是比较多，只要市场有热情，追逐高送配在中国股市里始终是一个永恒不变的主题，一定会追逐高送配，年报超预期的，肯定会来一波个股行情。

记者：应该如何把握这样的投资机会，包括做好投资节奏的布局？

何震：这个没法把握，你要是知道了就是知道内幕消息了，你不可能提前知道的，你只能去找逻辑。比如说这个公司的股本比较小，公积金比较高，公司本身的增长速度、业绩增长速度都比较快，它可能送配的动力就比较足，因此只能从这个角度去把握，不可能事先知道它送配的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2010年是3G爆发年

何震非常看好3G板块，他认为，2010年，无论从用户数还是终端产品的品种乃至增值服务，都会有爆发式的增长。这个行业一定会像传统互联网行业那样，诞生伟大的企业。

记者：我们看到最近比较好的有一些3G的概念股，您怎么看待这个板块的表现？

何震：我非常看好这个行业，因为我觉得2009年可以说是3G元年，2010年是整个3G爆发的一年，无论是从用户数、终端产品的品种，还是从增值服务，2010年都是一个爆发年。因为在互联网时代、信息时代，它的产品基数、用户数的增长是几何级数的，我觉得这个行业一定会像传统的互联网行业那样，诞生伟大的企业，比如类似Google、腾讯、阿里巴巴这样的企业，在移动互联网时代也会出现，所以我觉得这个行业是值得高度关注的。

其他板块中，我觉得大消费有机会，比如像食品饮料，可能阶段性的有一些机会，其他的像百货也有一些机会，可能将来更多的是一些创新的服务业。我觉得尤其是在新上的中小板和创业板里面，有很多新型的企业，有很独特的服务领域，我觉得一定会走出一些好的股票来。

记者：您刚才也提到创业板。我们知道在创业板刚刚推出的时候，其实投资者尤其是机构投资者介入得并不多，而且在近期包括前一段时间的采访中，我们发现他们对于创业板介入的热情好像也并没有多高。

何震：主要原因是太贵了，我想会有一个水落石出的时候，这么贵的价格是维持不住的，肯定会回到正常水平，但是需要等待。从长期看，这里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面有些企业会成为牛股，我比较看好一些公司，现在唯一的问题是太贵。

记者：2010 年，如果股指期货推出，您认为对整个股市的影响如何？

何震：我觉得没有什么影响，因为从发达国家和地区，尤其是从香港、美国来看，推出股指期货对他们的市场没有影响，最多就是有些券商股有个几天的阶段性行情，我觉得对这个市场本身的运行不会产生影响。

记者：2010 年您整体的投资策略是什么样的？

何震：整体的投资策略就是涨多了要敢卖，跌多了要敢买，紧抓个股，自下而上，精挑细选，然后注重下游的，把握消费服务这个大方向，精选个股，特别是高成长股，成长性高、市盈率高的公司在 2010 年会有超额收益。

投资的三种策略

何震介绍了他投资的三种策略。第一是逆向投资；第二是买入持有，主要集中在高成长性的股票；第三把握主题型投资机会。

记者：业内都称您是爱思考、极具前瞻性的价值投资者，您的最新产品是2009年10月26日成立的平安财富投资精英之汇利集合资金信托计划，能否结合这个产品谈谈 2010 年选股的风格和策略。

何震：从产品设计上看，这只产品其实跟我们其他的几只产品是类似的，没有太大的区别。我们主要采用三种策略。第一是逆向投资，主要是投资两种类型的，一种是周期性股票在谷底的时候，我们可能会去买；一种是事件型的，有些公司本身治理得不错，因为外部因素或者偶然原因，致使它下跌，但是公司能够恢复，比如说当年伊利股份，因为三聚氰氨事件下跌，比如说前一段时间的五粮液，因为遭证监会调查也下跌了，这个是我们的第一种投资策略，叫逆向投资。第二就是买入持有，主要集中在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一些高成长性的股票。比如说目前我们比较看好的信息技术类，3G 相关的，以及跟低碳相关的，我觉得是可以比较长时间持有的，这个是买入持有。

记者：那么打算何时卖出？

何震：这个就是看股价的涨幅了，如果它远远超过我们的目标收益就会卖；我们不是看时间的，如果没有达到我的目标收益，那我可能就会一直持有。如果它把两三年的涨幅在一年之内涨完了，那我肯定毫不犹豫会卖。

记者：这是第二种策略？

何震：对。第三种就是把握主题型投资，这个主要是地域经济这类的，比如说前一段时间的海南国际旅游岛，比如未来的新疆区域振兴这些。我们可能也会选择一些觉得有安全边际的股票，构建一些组合。

2010 年是私募行业整固年

何震认为 2010 年是私募行业整固年，需要私募人苦练内功。

记者：您怎么看 2009 年整个私募行业，包括阳光私募产品整体的表现？

何震：我觉得整体表现非常好，收益率等各个方面都超出我的预期。

记者：您原来的预期是怎样的？

何震：我觉得 2009 年有一些收益就不错了。

记者：也是一个大年？

何震：对，我们很多同仁同行都做得非常好，整个私募规模发展也特别快，我觉得 2009 年是私募大发展的一年。2010 年我觉得是整固的一年，一方面产品发行的速度肯定会放下来，因为一些政策性的因素，整个市场也会比较复杂，我觉得将是需要大家苦练内功的一年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



许 勇

远见者稳进

“远见：看清股市运行的长期趋势，顺势而为；价值：价值投资为本，为客户创造价值。” “远见”和“价值”是深圳市东方远见资产管理有限公司董事长许勇的公司理念。

对于中国股市，许勇做出如下判断：“系统性风险较大，投资收益往往与指数涨跌息息相关，投资收益靠天吃饭的现象非常严重。”因此他认为,通过投资策略来改善组合的风险收益特征，构造一个熊市中也能赚钱、牛市中获得更高超额收益的组合，这是摆在每个投资者特别是机构投资者面前的一个现实问题。

经过多年历练，许勇逐步确立的投资策略可以用四句话做以总结：价值投资、波段交易、趋势择时、绝对收益。

价值投资。格雷厄姆在其代表作《证券分析》中指出：“投资是基于详尽的分析、本金的安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

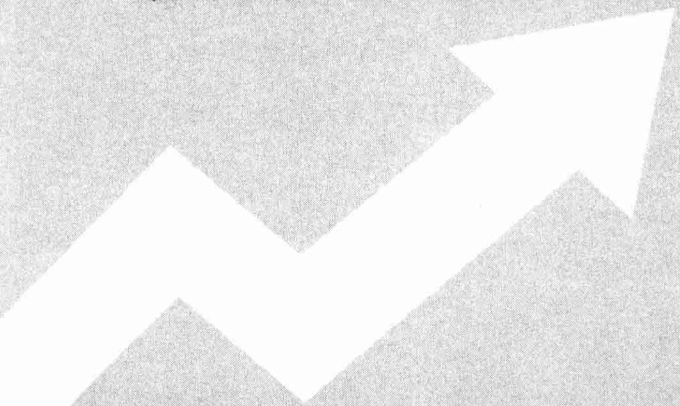
机。”他在这里所说的“投资”就是后来人们所称的“价值投资”。价值投资有三大基本概念，也是价值投资的基石，即正确的态度、安全边际和内在价值。东方远见注重以财务报表和安全边际为核心的量化分析，重视企业业务类型和管理能力的质化分析，关注增长的先驱，以增长导向为投资方法，并把量化分析和质化分析有机地结合起来，形成了东方远见独特的价值增长投资方法。

波段交易。新兴市场最重要的特点就是暴涨暴跌，波幅巨大，涨幅不一定很大。中国股票市场的波幅巨大，而波段交易在绝大多数的市场环境下都有效。只要价格的波动幅度足够大，那么波段交易在上涨、下跌和横向移动的市场上都是可以操作的，通过波段交易所提供的更频繁的交易机会，东方远见的资产净值曲线要比纯粹的趋势跟踪者更平缓、更稳定。

趋势择时。投资界有句很朴实的名言：千万不要和趋势作对，要做趋势的朋友。在金融市场中，凡是和趋势作对的都已经亏损累累。

绝对收益。东方远见尊重市场，顺应趋势。以追求绝对收益为投资目标，无论市场上涨或下跌，都给投资者带来绝对回报，而不单单是与指数相比的相对收益。

东方远见成立于2007年。2008年1月29日，公司阳光私募产品——东方远见1期证券信托计划成立，该产品成立时，上证指数还在4000点之上。许勇判断出熊市已经来临，采取了非常谨慎的投资策略，严格控制仓位。2008年3月初，公司产品在获利后清仓，大盘随后直线下挫至3000点，成功回避了暴跌的风险。直到2008年12月，许勇确认大盘反弹趋势确立，逐步建仓，净值稳健增长。截止到2010年8月25日，大幅跑赢沪深300指数。三年以来，东方远见经受住了市场考验，践行了“远见者稳进”的价值观。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

熊市取胜的策略

东方远见1期产品成立于2008年初，到2008年末有5.56%的亏损，而当年中国股市跌幅超过60%。许勇介绍，对于大趋势要判断准确，敢于空仓，同时做好风控。随着时间推移，不断产生新信息，对自己的判断要及时进行调整。

记者：在国金证券研究所基金研究中心公布的6月份证券投资类私募基金评级中，综合了长期、中期、短期收益和风险评价，有来自15家投资顾问（管理人）的29只产品获得了五星级的评价，其中就有许总掌舵的国民信托·东方远见1期证券投资集合资金信托计划。而东方远见1期在5月份取得了10.42%的绝对收益，根据数据显示，东方远见排到了当月私募信托基金排行榜的首位。许总，请您介绍一下，您采取了什么样的策略取得了这样好的收益呢?

许勇：我们的产品成立于2008年1月份，发行的时候市场大概在5000多点，那时候我们对大市的研判有自己的看法，也有一些独到之处。

第一，这两年以来，大部分趋势我们看得还是比较正确的。2008年我们判断熊市来临，所以非常谨慎，我们只拿30%去买股票，70%打新股。只有我们非常看好的时候，才用这30%去买，相当于满仓，如果我们不看好，情愿空仓。2008年我们大多数是在空仓，我记得在2007年10月份以来，大概到2008年年底的时候，我们总共逃了四次顶，每次逃顶都有1000点以上的暴跌，所以，我们对大势判断比较准确。

第二，我们的风险控制做得比较好，特别是2008年表现得比较明显。2008年我们很长时间是空仓，新的投资者可以看我们的净值表现，通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大盘暴跌的时候，我们的基金净值是一条直线，这是私募基金的优势，我们可以用空仓来规避暴跌的风险。长期来说，这是我们长期战胜市场最重要的武器。

直到2008年12月初，我们看到反弹基本确立，底部确认了，我们才开始进入市场，在1800～2000点之间的位置进行参与。而且开始的时候也是仓位有限地参与。虽然我们看出底部形成了，但那时候我们也很谨慎，刚开始也把它当做熊市反弹做，一开始并不是看得那么坚决，但随着时间推移，不断有新信息产生，对自己的判断要及时地进行调整。

2009年我们也把握了一些投资机会。当然，我们的风格是比较稳健型的，不像有些产品那样大起大落，一直去搏，或者仓位一直做得很凶，我们的风格是延续的。我们的风格是“熊市中我们不亏损，牛市中我们稳挣钱”，让客户的资产不断地“滚雪球”，不会经常“坐电梯”，以这样的理念延续我们的风格。否则风格老变来变去，净值波动也会很大。

价值选股，趋势择时

新兴市场最重要的特点就是暴涨暴跌，波幅巨大。因此，许勇认为，在中国做投资要做“波段价值投资”或者“相对价值投资”。

记者：许总，您谈到“滚雪球”，我想起在投资界热卖的一本书，就是描写沃伦·巴菲特一生的《滚雪球》。一提起巴菲特，大家都会认为他是价值投资的代言人。在您的眼里，中国股市能不能实现价值投资，或者该如何把握价值投资？

许勇：我本人也是从基金公司出来的，在基金公司待了六七年，我认为价值投资还是一种很好的投资理念和手段，但也不能把国外价值投资理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

念完全照搬到中国市场来。

因为投资市场背景是不一样的，国外市场相对比较成熟，也有相应的做多做空的工具。中国是个新兴市场，新兴市场最重要的特点就是暴涨暴跌，波幅巨大，涨幅不一定很大。在这样的市场，我们拿国外的价值投资要进行一些改良，进行一些调整，所以，我们说我们也做价值投资，但价值投资要和趋势判断结合起来。

我们有一种理念叫"价值选股，趋势择时"，"价值投资要和波段交易结合起来"，所以，我们的价值投资叫"波段价值投资"，或者"相对价值投资"。刚才说了价值投资还有波段交易，因为波幅太大，就要在相对高位一定要减仓把仓位控制住，在相对低位时进去。

我记得 2001 年、2002 年是 2000 多点，2009 年前段时间也才 2000 多点，看起来没涨多少，但它曾经从 2000 多点跌到 900 多点，又从 900 多点涨到 6000 多点，然后又从 6000 多点跌到 1000 多点，现在又反弹了一倍，所以，我觉得中国的股票市场波动太大。我们做价值投资一定要有自己的特色，我们的价值投资有两点，一要和趋势结合，二要做波段交易——价值投资，波段交易；价值选股，趋势择时，这是我们的投资理念。

记者：东方远见在 2008 年有没有在板块之间进行策略的价值抉择呢？

许勇：2007 年 10 月份在 6000 多点我们把全部股票清仓了，等跌到 4000 多点我们又陆陆续续买了一些，那时候我们考虑防御性股票，主要买了医药股，比如双鹭药业当时表现非常好，因为它业绩增长各方面比较确定，我们看好它的长期趋势。即使这样，我记得在 2008 年 3 月初的时候，为了控制风险，那时候 4000 多点，我们判断奥运会前会跌到 3000 点，大盘跌 30%，个股会跌 50%，很多股票逃不过这种暴跌，所以，我们全部清仓了。虽然清完仓之后，在 2008 年下半年市场甚至还创了一些新高，但我们为了控制风险还是这么做了。2008 年这个市场大部分时间不适合做投资，就是因为它上涨的幅度很有限，下跌的幅度却很大。以一个月为参照

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间，可能上涨幅度是百分之十几，但下跌是百分之五十，这种情况下不适合投资，完全是一种投机。但 2009 年不同，2009 年可能是一个月往下跌百分之十几，但往上能涨百分之三十，这样可以进行操作。

大势判断要看准

许勇认为，对私募基金来说最重要的是大势不能看错，如果你在熊市中做多会赔得很惨，在牛市确立的时候一味看空市场也会错过投资的机会。

记者：最近我也听到一些观点，认为选股"要听党的话"，其实也是看国家的政策取向，不知道您怎么看？因为刚才您也提到，2008 年东方远见逃了四次顶，您在判断大势的时候用哪些指标进行衡量？

许勇：对大市的判断比较复杂，要考虑综合因素，包括政策面、技术面、基本面和资金面。判断大的趋势并不太困难，因为大的头部形成会很复杂，需要相对长的时间，这会给你充足的时间，发出很多信号让你确认。包括上次头部是 6100 点，跌下去之后又反弹到 5500 点，明显是一个双头。你不一定能逃到最顶部，但跌穿 4000 多点的时候应该可以采取行动，我相信很多人看得到，但他们做不到执行。他也看出市场出现问题了，但由于人性的弱点，他希望反弹到最高的位置再卖掉。底部形成也是这样的，很复杂，尖底的可能性也比较小。上次也筑了个双底，这次也是筑底了一段时间。

所以，趋势判断要综合各方面因素，同时也要有相应的操作纪律。对基金来说最重要的是大势不能看错，如果你在熊市中做多会赔得很惨，在牛市确立的时候一味看空市场也会错过投资的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

培养中国基金业“特种部队”

许勇把投资当做他的事业来做。国与国之间在金融上也具有“战争”，公募是“正规军”，私募则是“特种部队”。由于二者的特点不同，私募能够更好地为投资者服务，因为投资者的利益与自己的利益是一致的。

记者：我们看一下许总的简历，许总具有12年证券投资经验、7年基金从业经历，历任鹏华基金管理有限公司上海分公司的副总经理、鹏华基金管理有限公司市场营销总监等职，也具有丰富的投资和团队管理经验，什么原因使您投身私募呢？

许勇：其实我们走的这条路跟国外也是类似的，国外很多基金经理是先在共同基金，然后跳槽出来做对冲基金。中国也是类似的，做过公募基金，然后出来做私募基金。私募基金可以最大程度地发挥投资的能力，我们把私募基金当做事业来追求。我们看好证券市场，它具有长远发展的前途。

中国经过30年改革开放积累了大量的财富，需要优秀的管理人进行打理，需要公募做这方面的事情，也需要私募进行打理。而且中国始终要对外开放，怎么使财富保值增值呢？我经常说，其实国与国除了常规战争之外，金融也是有“战争”的。公募基金相当于“正规军”，私募基金相当于“特种部队”。有时候“正规军”不好发挥作用，“特种部队”能够发挥作用。另一方面，我们将来要为富裕的人理财，要做“子弟兵”，因为只有子弟兵最可靠，因为我们的根在这里。

2008年我有很多朋友在金融危机中损失惨重，因为他们相信国外一些投行的建议，结果损失非常惨重。为什么？因为国外投行有自己的核心客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

户，一定是最先维护其核心客户的利益，肯定把其他客户放在相对比较边缘的位置，这种情况下，利益很容易受损。我们的根在国内，是为中国人将来的财富增长服务的。对私募基金这个事儿，我们应该上升到更高的高度，将来一定要开放，开放的话就一定会有竞争。我们在国内把兵练好，将来做对冲基金，为投资者提供好的回报。否则我们辛辛苦苦做实业挣来的钱，就在金融战争中很容易被人家“忽悠”走了。

记者：国外共同基金和对冲基金基本上各占半壁江山，国内私募刚刚露头，处于初露锋芒的阶段。您怎么看待国内的私募，有没有像国外对冲基金生存的条件，以及进行大量繁殖的土壤呢?

许勇：我看国家现在对这块越来越重视了，包括听说最近《投资基金法》也要进行修改，因为市场有这个需求。如果站到更高的高度，从国家金融安全角度考虑，我想政策会逐步放开。以前采用阳光私募的方式，前段时间证监会也放行了公募基金的“一对多”，也是私募的一种方式，也就是说，管理层对私募这种方式很认同，也会逐步拓宽它的发展空间。目前看来，阳光私募跟公募相比份额还是非常小，但发展空间还是很大的。

记者：刚才我理解您把公募基金放开“一对多”理财产品视作一个信号，说明管理层对这块是扶持的。但我也听到市场中另外一种声音，因为公募行业本身有自己的客户，也具有一定的影响力，对新兴的私募基金行业来说，形成一个竞争，这会不会产生比较大的压力呢?

许勇：这个事情要两方面看，第一，管理层认同私募资产管理的方式，因为公募有一个很大的问题，它只能解决部分问题，但不能完全解决，买了公募之后，只能选股，不能择时，或者相对择时，因为有最低仓位的限制。对投资者来说，投资问题没有解决，因为买了公募基金还要判断什么时候申购，什么时候赎回，但对普通投资者来讲这是很难的问题。

私募基金不同，它可以帮你解决所有的投资问题，我给你一个终极的解决方案，长期来看，大概一年给你20%~30%的绝对回报，我的利益也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跟这个回报息息相关，你有回报我才有提成，你没有回报我就没什么收入。帮你选股，也帮你择时，你可以放心，不用再操这个心；但这要求你选的是好的阳光私募，放心的阳光私募。

第二，前段时间管理层已经认同这种模式，就放开了公募基金“一对多”，公募基金“一对多”有它的优势，与私募基金形成竞争，这能够促进市场的发展。因为这个市场太小，特别是阳光私募还是太小，很多都是地下私募，所以，我认为管理层可以给予阳光私募更多的关注和支持。如果阳光私募都变成地下的话，更不容易监管，也不透明，做不大，没有对冲基金，没有供其繁殖的土壤怎么行?

所以，我认为竞争是好事，通过竞争，有一批优秀的阳光私募就会凭其优势脱颖而出，逐渐赢得投资者的信赖。国外公募和私募分得比较清楚，大部分公司只做公募,也有公司做私募。因为管理机制、客户群都不太一样。

记者：许先生您做过公募，现在私募是您的事业。在这个转变中，您个人有什么样的感觉，您认为做公募和做私募最大的区别在哪里?

许勇：我当时进公募的时候，公募基金很小，只有几百亿元，我出来的时候已经几万亿元了，我进私募时，私募也很小，但我很看好它的前途。这两者是非常不一样的，私募更容易让你贯彻自己的投资理念，坚持自己的投资风格。公募做大以后，是一个庞大的机器，某些人只是在机器当中起螺丝钉的作用，虽然你有很好的想法，但受其他方面的限制不能够贯彻和实施，只能“随大溜”，而且从公募基金公司角度讲是要做规模的，业绩是相对的，做好业绩也是为了做大规模，所以，2007 年就做大比例分红，净值归“1”，分拆，这不是完全考虑投资者利益的，和投资者的利益趋向不完全一样。但私募只有帮投资者挣了钱才会分红，所以，它的利益趋向和投资者的利益趋向是完全一致的，而且能充分体现出人的价值。

我觉得私募基金制度安排是最先进的制度之一，这是美国人发明的，能把有钱的人、有投资能力的人、有资源的人通过制度安排多方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面整合在一起，发挥最大的作用。所以，它会有强大的生命力和巨大的发展前景。

记者：有人问私募是不是更能实现个人价值，我通过您的话可以理解为是可以实现个人价值的。从您的话判断，选私募是不是也要看人？比如选择东方远见私募就看许总您了？

许勇：私募发展时间不是很长，主要靠核心团队和核心人员，他们的投资理念对投资业绩影响很大，所以，你对投资核心人员要有深入的了解，才能进行投资。

警惕两只“虎”

2009 年底，许勇在和讯网首届私募沙龙进行主题发言，认为对于 2010 年行情，需要谨慎对待。首先，通胀是只老虎，第二只老虎是全流通，就是“大小非”以及产生的新股票供给。在目前的估值水平下，全流通以后，大股东对股价起到的影响作用是最大的，流通股东发生了变化，它的估值至少投资者不会认为是很便宜的。现在的估值只能说合理，但不能说便宜，再往上还是会遇到各方面的压力。

许勇：我 2007 年从公募基金出来做私募，当时是大牛市，大家雄心勃勃的，很有气魄想干一番事业，但 2008 年大熊市是大浪淘沙，我们确实在风险中把握住这个趋势了。2008 年年底市场刚刚起来时，分歧也很大，老实说，我们对 2009 年的形势能看得这么好吗？我们也不是很确定，但可以看到 2009 年很明显有流动性，就参与了布局。

将来走势怎么样，我有很大的不确定性，只能走一步看一步，不要说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看一年，可能看3个月已经很了不起了。

2008年是鼠年，我们应该胆小如鼠，一看不行就得撤，就要止损，跑得快。2009年是牛年，就应该气壮如牛，但因为受到2008年的重创，2009年谁敢气壮如牛呢？所以2009年行情超出预期了。2010年是虎年，我们可以虎虎生风，但老虎也是会吃人的。

对2010年的风险，我认为通胀是只“老虎”，通胀一起来，国家政策可能就会考虑调整。现在的政策当然很好，美联储维持非常低的利率，美元泛滥，流动性全球泛滥。钱太多了，风险的偏好不一样。美元指数创新高，但油价在低位。

通胀不仅仅是预期，已经变成一种现实了，CPI2010年会有显示，以前我们投资不用盯着美元，盯着基本面就可以，现在也要看美元了。现在美元指数在低位，因为它欠了债，我们是它最大的债主，但美元利率低，他还的债少。黄金上涨了，我们所持有的黄金在上涨，但它的市场毕竟小。

还有油价。如果油价一起来，美元就要涨起来，美联储就要想办法，油价现在是抑制它的主要因素。一旦它起来之后，美元指数一旦反弹，美元就会在全世界变成类似当年日元的拆息货币，投资者抛美元，买其他的资产，实现套利，一旦这样，不排除会持续反弹。美元指数一路下来，反倒对国内会有持续的影响。

第二只老虎是全流通，就是“大小非”以及产生的新股票供给，2009年11、12月份，就是第四季度，我感觉“大小非”大股东减持得特别多，包括我们买的一些股票，基本面也不错，但有时候来个大宗交易持续下滑，对股价短期会产生影响。这说明什么问题呢？

在目前的估值水平下，全流通以后，大股东对股价的影响起到的作用是最大的，流通股东发生了变化，它的流动估值至少投资者不会认为是很便宜的。现在的估值只能说合理，但不能说便宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成长和创新是主题

许勇：对于2010年的投资机会，我有如下判断：

第一，大消费或者半消费概念，因为这和中国的政策和经济走势相关联，中国自从加入WTO之后迎来了内需增长黄金时期以及制造业成长的黄金周期，这个周期目前看已经告一段落了，今后不管调整如何痛苦，都要靠内需。中国有这么大的市场，有足够的市场能量培育出伟大的企业，此外还有医药、电子等消费行业。举个例子，腾讯1999年的时候是很小的公司，马化腾想以100万把这个公司卖掉，没人买。正好1999年深圳有高交会，引来了投资，他就坚持做QQ，你看现在它实现了这么大的增长，包括在2008年的金融危机，它还在持续增长。还有比亚迪，大家对它做汽车曾经抱有怀疑的眼光，后来巴菲特和一些基金对它进行投资，它做的是新能源汽车领域，也开创了全新的市场和全新的盈利模式。第二，通胀预期的主题投资。第三，人民币升值预期的主题投资。第四，区域投资。

从我们的观点来看，成长和创新还是永远的主题，私募还是喜欢做这些东西，因为可以做绝对收益。中国这么大的一个经济体，很多中小企业的成长空间很大，包括比较热门的电子、3G相关主题，比如手机支付、安防等等，所谓新技术、新经济不断创新，这里会有很多投资机会，包括为什么创业板定位那么高，说明大家对创新的东西还是非常感兴趣的，当然呼声太高的我们也不投，还是投呼声合理的投资品种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



陈　宇
乐观时变

“英雄莫问出处。”随着阳光私募基金的大扩容，越来越多的优秀管理人在市场中涌现，他们来自各行各业，其中又以公募基金经理和券商派居多。在“奔私”潮流中“下海”，这也是为数不多的上市公司高管的选择。

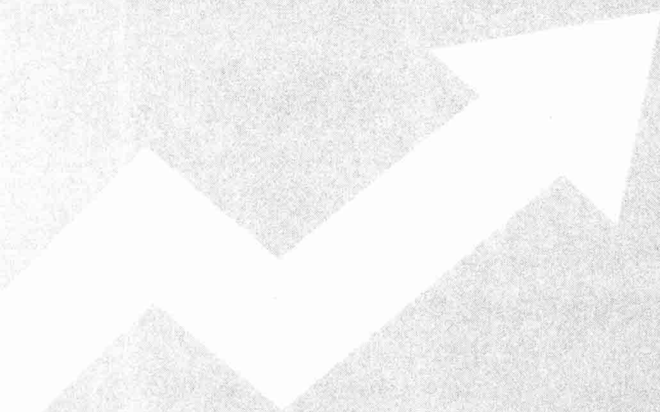
陈宇就是其中一例，他现任北京神农投资管理有限公司执行董事。此前具有六年上市公司高管任职经历，三年私募基金公司管理经验。历任招商地产股份有限公司董事会秘书，上海重阳投资公司董事副总经理，白云山股份有限公司董事。其间，被《新财富》评为中国金牌董秘第一名。

在事业高峰选择转身私募，则基于对行业发展的判断。陈宇认为，房地产行业发展至今，经过了二十年的黄金时代，业已进入成人期，因此陈宇希冀尚处壮年时期投身一个机会更大的行业。在国内，资产管理行业方兴未艾，将面临快速发展的过程，再加上社会财富越来越多，更需要有理财专家队伍。此外，凭借多年的上市公司高管经验，陈宇坦言可以更精准地洞悉企业，而“在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场波动中投资好企业”正是他未来的事业目标。

“乐观时变”是陈宇的座右铭。乐观体现在他对待财富的态度。在他看来，财富终将化为粪土，因此享受的是投资的过程，而乐观是持久做好投资的关键要点。同时要“时变”，“人不能两次踏入同一条河流”，对于资产管理者来说，要意识到万事万物的变化，要有穿透时空的眼光，并且有把握未来变化的能力。陈宇认为，投资过程中，心态要好，要有洞穿未来的能力，要能执行，然后用乐观的心态去守候这个时机的到来。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

A 股“雪崩”

股市背景：A 股的暴跌始于 2010 年 4 月 19 日，“黑色星期一”暴跌 150 点，跌幅达 4.79%；4 月 27 日，再次下跌 60 点，5 月 6 日，暴跌 117 点；5 月 7 日下跌 51 点，5 月 17 日，沪深两市再度重挫，沪指跌 5.07% 报 2559 点，创 2009 年 9 月以来最大单日跌幅，两市收盘跌至一年来新低，近 200 只股票跌停。

陈宇把 A 股 4 月以来出现的接连暴跌形象比喻为“雪崩”走势，而雪崩发生之后，一定要等所有崩跌动能都完全消失后，山谷才会归于平静。

记者：仅仅十几个交易日，A 股从 3100 点跌至 2500 点附近，暴跌超过 600 点，请问您如何看待此轮暴跌？

陈宇：我们是这么看的：第一，这轮暴跌实际上是 2009 年 8 月份从 3400 点下跌的一个延续，所以，我们并不把它看成一个短期内的下跌行为，而是从 3400 点到 2600 点接近 800 点的调整。第二，从 2009 年 8 月份下跌到 2600 点反弹以后，大盘一直在这个区间盘整，但近期由于房地产新政推出，作为一个导火索，再加上股指期货的“推进剂”，整个市场形成了“雪崩”走势的盘跌状态。这种“雪崩”走势的状态，如果从结论上看有两条。

第一，雪崩走势不会顺势完结，比如说最近跌到 2600 点，是不是就触底了？这很难讲，就像一个雪崩发生之后，一定要等它所有崩跌的动能都完全消失以后，整个山谷才会归于平静。这个时候，任何抄底和抢反弹的行为都不是很安全。

第二，任何一次雪崩，崩过后都有终止的那一天，任何一个大盘在出现“雪崩”走势以后，可以预想崩跌完整之后就是反弹，现在走出下跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

800点的雪崩走势，接下来的反弹也不会是一个小反弹。

记者：陈总，您可否对未来市场做一个预期，市场会有一个什么样的走势？

陈宇：实际上市场是最难预测的，现在大致有两种观点，一种观点，大家认为这个市场2600点不是底，很可能被打穿，下到2400点，甚至于2300点。我相信真下到2400点、2300点的时候，一定还有人看到1600点。还有一种观点认为2600点就是底。因为各个基金管理公司在前阵子恐慌性抛售的时候，基本上仓位都降到了非常低的水平，现在金融、地产两个板块打到历史相对估值低点，这个市场再往下跌的动能在哪儿？

个股上，比如中小板块，前期被高估的题材股还有下跌空间，但都很难对指数形成影响。这几天指数基本没动，有的股票还在跌，有的股票已经在涨了。我们在想，无论哪种意见最终占上风，2600点这个区域在年内都应该不是非常危险的点。换句话说，如果2600点持有的是非常合适的有投资价值的品种，哪怕下面出现快速下跌，击穿了，继续下跌，在2010年年内涨回到现在这个位置的概率也比较大。

股指期货——狮群狩猎季节

狮群通常是这样狩猎的，战斗力最强的母狮们带领幼狮先在下风处埋伏。然后由模样威风的雄狮站到上风处，开始做势攻击并向下风方向驱赶斑马群。于是斑马群开始惊慌地奔逃，当斑马群进入预先埋伏的包围圈时，埋伏的狮群突然向斑马群扑出，此时斑马群顿时大乱，老弱病残的斑马被暴露，狮群随后的捕杀绝对是轻而易举。随着股指期货的推出，这一幕正在股市里上演。而不幸的是，散户成为了被捕猎的“斑马”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：刚才陈总提到了股指期货和地产新政，股指期货马上要满月了，您写过一篇文章，叫《狮群狩猎的季节》，您认为股指期货和大盘暴跌有什么样的关系？

陈宇：我们写过《狮群狩猎的季节》这篇文章，反映了两个观点。

第一，以前单边市场当中，大家的盈利模式只有一个，就是低买高卖，市场机构在高位卖出，然后要在低位接过来，就像大草原上，猎物是斑马群，狩猎的原来是非洲猎豹，非洲猎豹的捕猎方式就是直接追击，追上就吃，追不上就算。现在出了股指期货，当你在A股市场抛空的时候，在股指期货同时做空反而可以获利，也就是说，我们不是一个单边的市场，现在突然转变成为一个做空、做多都可以的双向盈利市场。这样我们的获利方式就完全转变。

好比说，我们在非洲大草原上，现在不是猎豹在捕食，而是狮群在捕食，特点是雄狮子站在上方口怒吼，主要攻击力量并不是雄狮子，雄狮子只是摆摆样子，真正捕猎的是母狮群，已经在下风处等候，雄狮子一吼，母狮群对斑马群围而食之。

现在股指期货市场就形成这样的现象。A股大盘跌，大盘往下跌也就带动下行几百点的空间。但与此同时，你在股指期货上开好空仓，每天以5倍杠杆进行操作，大盘下跌10%，你就获利50%，这样的获利方式是以前不敢想象的。在5倍杠杆的情况之下，主力抛出的时候完全不必考虑冲击成本的问题，也不用考虑抛出之后低位是不是能接回筹码的问题，无所谓，因为那边加了5倍杠杆做空，你的冲击成本根本不在考虑范围之内。中国社会的金融监管和制度体系还未完善到无法作弊的程度，因此，很难保证在A股市场这些可以影响指数的机构决策者会不会出于某一种利益的倾向，这边在卖，那边无论是以谁的名义，都像母狮群一样伏击。

这样的情况出来，对市场投资人，尤其中小散户有杀伤力，本来跌一跌就应该止住，房地产新政本来应该体现在股价里，股价已经下行这么长时间，原来在利空消息出来之后是利好，或者跌了8%、10%之后就行了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但你会发现做空的能量源源不绝，而且肆无忌惮，不怕市场继续往下面打，大机构抛出地产股的时候，就像狮王一样，它不是要捕捉斑马，因为狮王把斑马赶到底下去的时候，底下的伏击圈会捕杀更多。这是对股指期货推出之后变化的描述。

历史经验表明，各国股指期货推出以后，对股票市场是助涨助跌的。

地产新政引发资金链咬合断裂

“雪崩”之下，市场资金链出现巨大变化，地产政策使得房地产行业处于“冰冻期”。此时，房市和股市的资金链端相互影响，一荣俱荣，一损俱损。

记者：股指期货加剧了股市的振荡？

陈宇：对，加剧了股市的振荡，加快了股市内在趋势方向的变动，这次整个大盘跌穿了上次 8 月份下跌以后 2600 点的低点，主要原因是市场上资金链出现了巨大的变化，这个巨大的变化是谁引发的呢？就是房地产政策引发的。现在房地产政策突然之间加力、强硬地收缩，属于“冰冻”的市场阶段，而房地产和股市两个资本市场的资金链端是互相影响的关系，基本上是一荣俱荣，一损俱损。

2007 年 11 月股市见顶，12 月份房价见顶，万科提出“加快房地产销售”的逃顶决策。这样的情况在今天依然出现，因为两个市场都是在银行信贷支撑下的市场，现在冰冻一个市场——房地产市场关门打狗，政府期待房价下跌 15%~30%。当然，虽然政府没这么讲，但我们可以发现有这样的预期，如果房价下跌 15%~30% 意味着什么？一个普通投资人，一个家庭资产投资的话，往往是双向配置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

打比方，我有200万元，可能100万元买一套房子按揭，同时银行贷款，另外100万拿到股市里炒炒股。股市和楼市都好的时候，两项都没有压力，房子我虽然借了钱在那边月供着，可是我一边挣自己的收入，另一方面我的股票在挣钱，而房价又在涨，这时候虽然我借了200万元，但我脑子里这不是借债，而是我资本的一个组成部分，没有现金流的压力。现在不一样了，房价要下跌30%，就意味着100万打水漂了，这对于中国人来讲，中国人买了房不会把房子还给银行的，拼死拼活也要供它。突然你感觉我原来的200万资产原本都在升值，现在只剩100万，而且还欠了200万，资产成为负的了，这样的压力下我要卖掉一半或全部的股票增加房产上的权益，减少现金流压力。

人都是这样的，我选择卖掉股票，你卖我卖他卖，大家一卖，股票市场又下来了，这时候这个人更惨了，他本来房地产这100万眼见着要打水漂了，正准备卖，突然之间股市跌两个跌停板，更要卖，这样你卖我卖他卖，形成恶性循环。

什么是雪崩？就是原有的雪层中含有水分，中间蓬松或者是空的，一有扰动就形成下跌力量。房地产现在也是这样，大家到股市上抛，房地产的压力更大，两方面都抛，形成了雪崩走势，这样的雪崩走势一时半会儿不会完结。现在雪崩走势走得太快，就像地震一下没有把你压死，躲在预制板里面，停了之后，不是我们收拾之后重新开始生活，而是马上钻出预制板快跑，现在雪崩并没有停止，雪崩造成的破坏并没有完结。只要往上一反弹，比如到2800点或者接近2900点，前面没有跑的人全部都跑，因为还房地产的欠款，并不是说反弹就不还了，还要还，所以这边形成新的抛压，直至双方市场该抛的人都抛了，这时候形成新的状态，大家重新回归资产价值角度，从资产配置和资产保值增值角度看各种品类估值，比如大盘到2400点，银行抛到8倍PE，地产股抛到10倍PE，很多板块不错了，人们感觉不应该把钱放在地产里，应该拿到股市里，这才会形成新的反弹。所以，股指期货只是一个“助推剂”，不是元凶，元凶在于资金链咬合的断裂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：陈总的观点和市场上的很多观点不同，陈总分析这是资金链互相咬合的原因，由于房地产资金链紧张，带动股市紧缩行为，而不是那边紧，这边就松了。对吗?

陈宇：从长期来看，是房地产那边不能投了，钱会投资到股市来，资产会寻求安全的地方，哪儿便宜到哪儿去，现在形成的是瞬间的痉挛行为、雪崩行为，不是一个常态行为。房地产融资形成巨大的威胁，就必须抛售，同时为了减缓房地产那边的资产投资损失，必须在股市上也抛售，有一类投资人要在两个市场双向抛售，引发了两个市场短期的痉挛和雪崩。

当这部分人全部都抛出之后，比如房子卖了的人手上开始有现金了，卖出股票的人手上有钱了，卖了房子、卖了股票拿着现金的人怎么办？从国家新的刺激经济政策中赚到了钱的人，手上的钱怎么办？资金寻求新的投资标的，新一轮的反弹就必然会发生。

房地产行业迈入成熟期

陈宇认为，经过20多年的快速发展，房地产行业对中国国民经济的长期稳定发展起到了支柱作用，但是，现阶段将是房地产行业的特定性历史阶段，时间周期上归结为“成熟期”。而在这个阶段，房地产行业亟需转型。中国地产先锋——万科的转型令人期待。

记者：陈总是地产方面的专家，前一阵子曹仁超老师在他的文章里引用了您的一个观点，“房地产已完成保持中国经济增长的使命”，请陈总给我们解释一下。

陈宇：因为我以前在招商地产做过6年的董事会秘书，对房地产行业和市场略有了解，曹老师引用我这个观点，是我们前段时间探讨过这个看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法。房地产行业经过20多年的快速发展，的确是对中国国民经济长期以来的稳定发展起到了支柱作用，但我们也发现，房地产行业发展到今天，是其特定性历史阶段，如果我们描述它的时间周期，并不是完结了，而是归结为成熟期。从幼年期发展到青年期，再到成熟期，再到衰老期，这个观点万科的王石也这样认为，房地产到现在进入到了缓慢成熟期的发展，并不意味着整个行业要衰落，而是它的增速和发展状态会有所不同，这和我们国家行业发展逻辑是一样的。

我们国家受约束于两个条件：第一，人太多；第二，地太少。环境的约束条件导致了房地产行业在中国经过一个快速发展阶段，会迅速地进入到限制性环节当中。我们经常开玩笑说，在中国现在的时点应该逐步取消计划生育，而应该树立“计划买房”的国策。大家看房地产行业各方面的数据可以发现，房地产从征地那天起，到建材行业这个耗能大户，包括建好以后的维护，每个人用水、用电、用热，整个建筑行业和房地产行业能耗占全中国的70%，我们又是十几亿人口的国家。奥巴马最近在白宫前公开演讲，说如果中国人都过上美国人和澳洲人那样的生活，这对全球是个灾难，可以这么说，中国不是不能发展，而是要负大国的责任。

什么意思？第一，我们这个国家如果按高能耗的模式发展，不仅是我们自己能不能成熟的问题，而是别人会不会约束我们的问题。我们的社会发展到今天，面临产业结构转型，其中一个就是房地产行业，我们怎么样看待它？

第二，中国整个房地产行业太大，不能一概而论，在北京、上海、深圳、广州这种一线城市，我们可以明显感觉到房地产行业发展走过成熟期、走入衰落期的过程，大规模新区开发建设，房价快速上涨已经到趋近衰竭的点上。但在广大二三线城市，城镇化进程还在推进，对房地产需求还非常旺盛，给当地城镇化的供给还有余量，那些区域市场还有欣欣向荣的区间。

美国大的房地产商发展到后来不是盖房子，而是搞出租物业或者商业物业。现在中国没有几个开发商建出租公寓的，人们在北京租房子只能租

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老百姓的房子，但在国外都是租公寓，公司经营管理，修缮得挺好，统一的设计，统一的家具，你可以长期居住；在中国自己不买房就等于找死，因为你自己不买房，房东可以随时赶你走，逼着大家买房。现在行业发展到一定程度，政府应该相对约束一下这个行业，让它冷静下来，同时房地产开发商也应该自主地寻找新的行业出路。

记者：谈到行业出路，陈总给我们介绍一下，现在房地产应该往什么样的模式去发展？

陈宇：这方面的专家是万科，万科已经提出来，一是在房地产开发方面转向二三线城镇，二是开始考虑出租性物业、商业物业的建造和持有，三是尝试性建造老年公寓。我认为这是非常好的出发点，万科一直是中国房地产企业的“领头羊”，它对企业、行业的先锋意识是行业内比较有代表性的，我们期待万科这样的企业能走出一条路来。

捕捉五大投资机会

对于未来投资机会，陈宇认为有以下机会可以捕捉：产业结构调整的大主题；结构调整后新龙头的重点投资机会；“大内需”主题投资机会；区域板块投资机会；泡沫破灭后出现的确定性绝对收益的机会。

记者：未来的投资机会在哪里呢？

陈宇：我们对投资机会在年内看这么几方面，现在投资机会还是非常多的，2009 年上半年投资机会明显多于下半年，下半年实际上指数都是在下跌的，2010 年下半年强于上半年。从 2009 年 8 月到 2010 年年中将近持续一年的调整期，之后股市可能会有一个比较好的表现。在这样的反弹过程当中，大的板块机会我们是这么看的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一，从国家大的宏观趋势来看，我们首先面临产业结构调整的大主题，现在到这儿，想调也得调，不想调也得调，国际经济形势压迫你必须做这样的战略调整。

第二，产业结构调整时期，很显然，投资的主题，在结构调整上是一个热点。这样的热点体现在两方面。

（一）旧有结构不行的话，新的结构在哪里？所以是新兴战略产业投资机会，将非常贴切地体现在中小板、创业板为首的企业上。20 世纪 80 年代，美国制造业被日本打得抬不起头来，那时候出现了美国的网络股票，以纳斯达克为首，沾到“.com”的都疯狂上涨。美国人傻吗？ 20 世纪 80 年代的美国比中国发达得多。美国人不傻，是因为在那样的时点上，这是一个国家战略，赋予这个新兴板块最高的权重，当时需要吸引板块资金推动这个产业迅速发展，超常规地发展，跳跃式地发展，一举占据当时新兴行业世界的主导地位。虽然在网络股泡沫破灭之后，很多公司荡然无存，但你可以看到包括微软、戴尔和亚马逊等国际性企业，它们最后都牢牢地把握了世界发展趋势。如果靠传统行业一点点积攒发展，有可能被日本追过，被其他新兴国家追过，但通过新兴产业吸引资金，拿了 100 亿美金市值，那点东西确实不值钱，但可以拿 100 亿美金市值去买值钱的东西，收购、并购、雇人，使这个产业迅速繁荣起来。

中国今天是一样的，能让这些创业型企业依靠银行吗？银行家都是嫌贫爱富的。去找风险投资家吗？风险投资家一个个都很精明。这时候怎么办？只能借助全国人民的力量，借助资本市场和创业板的力量，所以我们着急把创业板推出来，配合战略转型大时代的要求。不要认为创业板、中小板市盈率很高了，你去看看“.com”的时代，美国公司比我们估值高很多，一年照样给人家几十亿、上百亿美金的市值，人家是怎么玩的，这是中国未来两三年里不变的主题。

（二）旧有行业没有投资机会了吗？这样的战略结构转型，不是只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

新的产业有机会，而是要在旧有的产业里发现龙头，形成内敛式的结构转型，这样的结构转型往往有兼并重组、做大做强、收购的机会。所以，兼并重组、资产重组板块是第二块。

第三，回顾过去20年，做投资什么也不用管，做两件事儿就可以了。第一做出口，像2005年、2006年的牛股盐田港，之后可以做点消费行业，像张裕、苏宁电器等等。因为过去20年是政府推动的经济增长过程，GDP推动人们消费。未来10年，政府投资拉动已经到了强弩之末了，已经用尽了力了，会不会拉动？会，但很难产生效果。低端制造业显然到了末日，不是强弩之末，是到了末日，很多厂必须要关掉，很多产能必须要废掉，这时候唯一能拉动经济持续增长的就是内需。

前段时间，美国开始考虑放开对中国高技术的出口，什么意思？以前是中国制造，美国进口，未来一段时间，这个事情要稍微改变一下，中国也制造，但要变成美国适当地出口，中国适当地消费，这个主题变成了“中国消费，美国出口”。中国消费在未来10年的主题就是“大内需”的主题。现在国民经济、GDP已经到了可以消费的水平，你是不是要多喝点牛奶，多喝点果汁，多吃点补品？每个人消费一点，消费额就很大。所以，内需这个大的板块是恒久不变的。2010年以来医药板块走得非常好，预示了未来内需市场的蓬勃发展。很多好的医药股又创新高了，大家都相信，我们的内需动力是源源不断的。

第四，新兴区域板块。整个国内存在区域性板块之间的不平衡，这样的不平衡、不和谐是需要国家进行的另一类结构转型。以前沿海强内地弱，新疆、西藏很少有人去，现在我们要把钱投入到新疆和西藏板块中去。从内蒙区域过去几年的发展可以看得出来，以前一毛不拔的地方，突然之间发现地下都是宝，去开发就行了。新疆、西藏都是例子，近期国家要出台大力支持新疆的政策，相信这个政策出来之后大家会大吃一惊，会发现这个政策多么地好，之后会发现区域板块很多的投资机会，我想这是会出乎大家意料的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五，把握地产金融出现的确定性绝对收益的机会。在地产金融上，存在格雷厄姆说过出现“烟屁股式”的投资机会：本来一个人抽着烟，风一吹，一害怕，手一抖，把烟丢在地上了。中国也有这样的机会，但必须超过恐慌状态，当大家过度恐慌、没人理的时候才有机会。现在地产股就有点这个意味，如今普通基金经理、老百姓谁敢买地产股？没有，没有人买意味着将来没有人卖，当这个板块出现没有人卖的时候，就会出现低估和反弹。我们是地产股的专业人士，下半年地产股很有可能给投资人创造绝对的收益机会。

价值分析，轮动投资

神农投资的投资理念源于中国古老的投资文化。据《史记·货殖列传》记载：“积著之理，务完物，无息币。”务完物，是指应交易高质量的货物，体现了价值投资的理念。无息币，是指资金如流水般配置，快速周转复利增长，体现了机动灵活的投资策略。务完物，是交易的基础。无息币，是财富增长的要诀。基于此，神农投资的投资理念可以归纳为：价值分析，轮动投资。神农投资的投资策略与投资理念相辅相成，即：以低于内在价值的价格，集中买入和持有具有突出盈利能力或价值增长潜能的优秀企业的股票，并动态地进行价值评估，至价格超过内在价值或不再具备相对估值优势时卖出。

记者：听了陈总的介绍，投资者会很有信心的，有五个方面的投资机会可以挖掘。刚才我们从宏观层面进行了挖掘和分析。下面我们看神农投资，“价值分析，轮动投资”是神农投资的理念，能不能结合个案进行说明呢？

陈宇：我们这个投资理念是跟着古人学的。《史记·货殖列传》里有范蠡助越王勾践击败了吴王，最后到山东陶县做了财主，三度财聚财散，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

富可敌国，人们称他为陶朱公。他曾经有一句话叫“积著之理，务完物，无息币”，是说积累财富的道理在于两条：第一，你要“务完物”，不是玩物丧志的玩物，而是不要玩虚假的东西，用现代投资的理念就是要有价值投资的理念，确定它被低估了；第二，“无息币”，这非常重要，里面富含了几方面思想。钱是最忠实的奴隶，它不嫌累，不要让钱在任何角落停留，不要今天取 1 万元放在鞋底，明天就贬值了。钱不能停留，让它不休息的同时让它滚动。复利是世界最伟大的公式，我们把它引用到现在的投资，“无息币”意味着一定要做生意。陶朱公为什么能三度财聚财散？因为他有了财就散给大家，不断高抛低吸。商品价格围绕着价值剧烈波动，中国什么事儿都是日新月异的，恨不得一天就有美国 100 年的变化。如果一个企业确实有价值，可以死抱着这个企业，茅台涨到 300 元，我们也死抱着，涨到 500 元也死抱着，但没有发现内在价值的剧烈变化，可能到 500 元的时候已经超过目前的价值。卖掉可以买更便宜的，地产 10 倍的 PE，银行 8 倍的 PE，为什么不买更便宜的呢？所以“无息币”意味着商业低买高卖、高抛低吸的思维。结合到股市投资里，就是价值分析，投资任何标的必须有内在价值估值优势作为基础，一定确定它便宜再买。

“轮动投资”，就是到了高点就要卖掉，不能抱着睡觉、和它谈恋爱，适当的退出是必要的。

记者：刚才陈总说了，以价值为本。新兴产业股票估值已经上百倍了，您怎么看待价值和成长性之间的关系？

陈宇：神农投资主要的投资标的就是高成长企业，因为我们理解被低估的企业主要是三种情况：第一，从资产负债表或者清算角度来看，你可以看到这个企业确定性被低估了。比如万科，现在这么几块钱了，所有土地储备、在建面积如果以市价卖的话，NAV（净资产价值法，目前地产行业的主流估值方法——编者注）的估值假如是 10 元，股价是 7 元，它有一个被低估的安全边际，按价值投资这时候就应该进入，如果有 3 元的安全边际，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

估计股价再跌 10%，再买进去，有朝一日会恢复过来。这是价值投资，往往是大家理解的价值投资。但其实这是格雷厄姆的价值投资，1929 年的价值投资。

第二，格雷厄姆的学生巴菲特把这个投资理念重新演绎了，巴菲特是在 20 世纪 70 年代，这时候社会快速发展，货币增量快速发展，你会发现"烟屁股"很难找，巴菲特发现按以前老师说的去找，找不到，这就必须考虑企业内在的收益折现。现在的清算价格，按现在这点设备、资产卖是 10 元，但股价是 11 元，企业是持续经营的，假设企业可以经营 10 年、20 年，我可以看企业持续经营 10 年、20 年里的净利润折算到今天是多少。结果一算不得了，未来 20 年时间可能要赚回每股 20 元，现在是 11 元，我愿意用 11 元换回未来的 20 元，这是买高成长性的企业。这种高成长是有限的高成长，或者是基于现在的经验值能够看到的高成长，比如可以看到这个企业未来增长 10%、30%，可以估出企业三五年以后的估值，这样就可以很容易估出企业的价值，这是可控的，根据经验可以估算出来。

第三，说到价值投资，IT 业就是巴菲特错过的投资机会，巴菲特是比尔·盖茨、戴尔的好朋友，但他从来没有投过一股微软，也没有投过一股戴尔，显然他错过了一次分享伟大企业的机会，几百、上千倍的利润增长没有了，如果抓住了这个机会，他将成为跨世纪的伟人，收益率可能不止 22%，而是就此提高到 40%、50%，就因为他在他的年代有那个年代的投资理念。

接下来的价值投资，或者叫 VC，不好听的话叫"市梦率"，站在风险投资角度看待新兴行业。退回到几年前，看百度、网易以及几年前的腾讯。腾讯刚上市的时候才 3 元，行业内很多顶尖的人从价值投资角度讲 3 元的腾讯高估了，因为腾讯基本没有什么收益，靠的是 QQ，靠一大批年轻人，还都是小孩，我们上年纪的人都玩 MSN，于是没有人去投资。但如果我们用未来的眼光看它，用未来的成长性看待它，会发现有朝一日它会像今天一样，市值达到 3000 多亿的水平，而且它还不可限量。就因为我们有成长性的企业，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你现在不能用旧有的任何行业经验去匡算，除非你站在未来的角度。

当然，我们必须说，这样的企业你能投中的概率是小的，而且它所在的行业变化多端，生存的环境相对来讲比较恶劣，可能很多企业明天就死了，就像很多网站一样，所以，你要有更犀利的双眼，对未来趋势能有更准确的判断。事实上，戴尔公司、比尔·盖茨的微软，或者我们的腾讯、百度，它们在上市多年以后都还有确定性的低点，这时候它已经完全在行业里站住了脚，客户群体在日复一日地增加，但仍然被人们低估，直到有一天爆发式增长，大家才能意识到。今天的腾讯成长为成长性企业，成长为成长性价值标的物，今后还会有无数的“腾讯”，爆发在一定的时点上，不为人所知。

第三种价值投资会体现在将来我们的创业板，我相信，现在我们有几十家创业板，今后一到两年扩展到300家甚至500家企业，他们当中不少于五家企业市值会达到千亿以上，现在只有几十亿市值，你能不能买到，敢不敢买？这都是水平。

我们对三个价值方面都关注，而我们公司更关注成长性的企业。

记者：在宏观经济、行业和公司三个层面，您最关注的是哪些？是自上而下，还是自下而上进行选择？

陈宇：从经营公司角度来讲，我们肯定是先从上到下，再从下到上进行梳理，我们怎么选企业？先选行业，后选企业。我们的思路是只要行业好，傻子都能赚钱，我买你的股票赚钱的概率就大了，风险就小了。所以，我们首选的是行业，行业选出来以后，其次我们一定要优中选优。举个例子，20年前你让我投资，我肯定要选择房地产行业，因为从大的宏观经济面上可以清楚地看到，一旦停止计划分房，全社会的人，所有的产能有一大块（包括银行）要向房地产行业配置，因此这个行业在未来一段时间里头会是参差不齐地发展，而且这个行业如此的宽容，当时有3万到5万家公司开发，我没有看到哪个开发商老板跳楼，只要挺到最后，每个人都是亿万身价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同样是房地产企业的股票，如果我选择万科，1993 年我就买了，1996 年是低点，到 2007 年高点它就是 400 多倍，如果我们 2007 年卖了，今天买了就是 1300 多倍。同样是房地产行业，买了泛海建设或者苏宁环球这样的，盈利一定跑赢万科。万科盈利来自于它的特点，一是万科是偏执型、事业追求型的团队，你每天工作 10 小时，他要工作 20 小时，你干 10 天，他要干 20 天，这样的企业一定成长得非常快。二是要抓住企业的竞争优势。最开始万科造的房子比招商地产差远了，但优势在于它对市场和客户的理解，销售端非常强，让客户在买房之前能感觉到它这个房子有多好。所以，往往万科 100 元的房子卖给你 120 元，其他开发商的房子是 120 元的房子 80 元卖给你，这样万科在股东权益上就可以有最大的收益。我们在新的行业和企业选择要按这个战略思路来进行。

具体的投资不便深入的讲，我们谈思路。首先，每个投资团队都有它的能力圈，就像巴菲特买来买去就这几样东西，他和芒格结合起来偶尔还买一下比亚迪。我们这个团队对消费类，当然是大消费类的概念比较关注。

记者：消费行业？

陈宇：我们也会关注消费行业，中国未来的主题还是在区域，所以行业选择上，包括创业板行业，我们理解的那些行业，主要是消费需求推动的行业。

记者：陈总，在买入和卖出的时候，私募是追求绝对收益的，您需要在净值上反映您阶段性的投资思路，在买入、卖出或止盈、止损方面能否给我们介绍一下神农投资的理念？

陈宇：因为做私募和做公募毕竟不同：一、做私募一定要给客户赚到钱我们自己才有钱赚；二、作为基金管理人我们承受的压力理论上比公募基金大很多，因为客户跟我们都是面对面的，而且一旦我们有一只产品没有给客户赚到钱，后续产品的发行就几乎是不可能的。我们是华山一条路，第一，不能让客户亏钱，第二，一定要多赚钱，这就使得私募基金买卖策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

略上跟公募基金会有所不同，所以，我们更重视买点的选择，把握时机。

长期来看，就私募基金运作能力和水平来讲，只要不亏损，持续地盈利，跑赢大盘是个大概率事件。我们很多精力是在控制风险上，一方面精选个股，另一方面建仓买入时机上慎之又慎，我们真的不是很着急今天净值多拉个 5 分钱。净值多拉钱的基础一定是多仓位，积极拉仓位去干，但一旦和板块不符，稍微有一些波动，客户心里也很难受。所以，我们必须关注客户心理的体验，考虑我们自己能够承受的压力和容忍度去建仓。

止损也一样，因为你要了解，私募基金给客户管理产品每个月有开放期，不断有客户进行申购。老客户翻一倍，从 1 元赚到 2 元后，对老客户来说，下跌 10% 完全可以接纳，但对刚刚认购的新客户来说，就是从 1 元跌到 0.9 元。所以，我们的产品最好的方法是保持最小的波动状态，所以对止损有极其严格的要求和内部标准。

做成功的企业

“我是曾经做过企业的人，未来我们要做最成功的企业，一定要到快速发展的行业里去。”陈宇从地产业的高管转身私募，正是看中了未来 15 年中国证券市场的快速发展。

记者：我近一年多采访的基金经理，出身主要来自两块，一块是公募，一块是券商。采访出身上市公司董秘，尤其您得过《新财富》第一名的董秘，您还是第一人，您怎么会转为私募行业，而不是别的行业？为什么要转身？

陈宇：第一，投资这个行业，从国外经验来说不论出处，芒格就是一位律师，巴菲特既不是公募，也不是草根，从格雷厄姆那里学了两下回家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就干了。国内做投资做得比较好的段永平是企业家，投资归根到底是对所投资企业的判断，怎么看待它未来的行业发展、企业前景。所以，什么样的人做投资都行。

我是从上市公司里头出来的，自己做董秘做了很多年，对上市公司运作非常了解，什么样的企业好，我看看资料，去现场调研，在周围了解一下，会从不同的视角做出相对准确的判断。这恰恰是我们一个优势所在，所以，这也是为什么我们会专注投资高成长性企业的原因。

招商地产也是个大企业，对我不薄，我很感谢招商地产对我的栽培，但我最后还是要决定辞去董秘这么一个好职业，做私募基金，这要提到我个人对这个行业的看法。20年前我一定不干这个事儿，因为20年前正是房地产行业方兴未艾的黄金时代，20年前我下来做地产，随便做一个装修公司的老板，弄块地到今天也是亿万身价，但房地产发展到今天，整个行业进入了成年期，它也在发展，招商地产一定会有更灿烂的未来;但我还年轻，我希望能够投身于一个更大的机会，来发挥更大的热能，在国内这样的机会是什么呢？现在这个时点来看就是资产管理行业。中国的资本市场短期涨也好，未来跌也好，长期趋势都是加速发展的过程。这跟美国1929年到今天一模一样。我国证券市场从成立涨到现在，每年年复合增长16%、17%的水平，未来不会低于这个水平。另外，我们的财富越来越多，必须拿更多的钱真正用于投资，而不只是炒炒股票，这时候需要专家队伍辅助，行业需求摆在这儿了。

证券行业在未来至少5到10年里有两大优势：第一，我们国家到目前为止对证券行业投资给予非常优惠的税收，单边征收印花税千分之一的水平。我跟一个朋友说，不管你家庭资产多少，你现在一定要做股票投资。因为你现在去做房地产投资，现在有房产税了，北京、上海马上也要出台更严厉的税收政策，买了房子之后，到你去世之前我保证你会遭遇到物业税和遗产税，现在赚到一点钱，到你儿子的时候会还回去。企业所得税未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来会更高，给人打工，个税很高。但投资到股票上，国家鼓励你把钱投资到新兴行业，所以，资本市场不收利得税，世界上哪个强国不收？在美国一年之内你买卖股票之后要计入个税，最高税率达到 40%，巴菲特这样的长期投资人，一年以后卖要 15%，为什么巴菲特老抱着一个公司不卖，因为只要你卖就要被拿走 15% 的利润，这是很大的数目。所以，在中国做股票投资，没有税还不做吗？

第二，我们这个市场很容易做，别看今天跌了 800 点魂飞魄散，很多人只要有专业常识或者交给基金投资，6000 点跌到 1600 点不也涨回来了吗？很多股票创新高了。因为中国股票市场投资人队伍 90% 是散户，国外散户的持有量和交易量占市场不到 10% 的水平，这意味着在中国投资绝大部分是不专业的。先不说散户水平是怎样的，但散户大多数没有时间，没有精力，没有抗压的能力，没有经过锻炼，没有毅力抗拒这个市场。如果你是专业投资人，或者委托专业投资人去投资，胜算远比到美国、中国香港市场上搏斗更好。

如果草原上全部都是猎狗、豹子、狮子、老虎，你是一头猎狗，跟狮子、老虎搏斗胜算当然小，现在我们这儿全是斑马，就两头狮子，你说委托这个狮子帮我办点事儿，给点佣金，这是一个非常惠而不费的事儿。这个行业未来会快速发展，远远高过房地产投资人。

我是曾经做过企业的人，未来我们要做最成功的企业，一定要到快速发展的行业里去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



常士杉

黑马涌现

由于业绩的定期公布，阳光私募市场总有黑马跃入视线。

2010年，此前一直名不见经传的南京世通资产管理有限公司董事长常士杉忽然被推到聚光灯下。根据2010年上半年公开数据显示，第二季度，就单个私募基金公司的业绩来看，世通旗下的基金业绩排名第一，上涨29.01%，超越沪深300指数达44.82%。而在近12个月的振荡市场中，世通资产收益率为33.33%，排名仍然居于前位。

阳光私募给中国的优秀私募基金管理人以良好的表现空间，也是借助公开产品，常士杉得以成名。但他的鹊起并非偶然，此前15年，他曾创造出两年10倍的投资业绩。

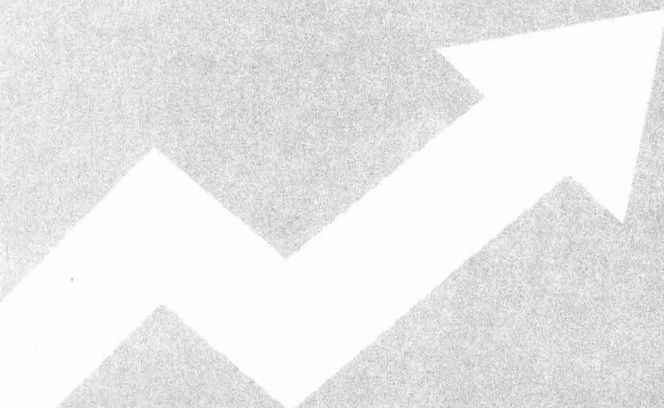
在常士杉的眼中，资本市场是高风险高收益的博弈市场，敬畏市场，顺势而为，严控风险，稳健性、灵活性并用，保持较高的成功概率，滚动复利是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

世通能够长期生存并发展壮大的根本原因。

常士杉认为，投资是时间与复利的积累。投资哲学就是要低买高卖，永不追高，短期波段摊低成本，中期持有，追求超额收益。由此，他确定的投资原则为：畏高、喜低、长注、熟买，滚动复利加中长期持有。

他的具体投资方式为：充分理解上市公司实业经营的现状与未来，做客观、理性、综合的判断与估值，尊崇价值投资与成长投资相结合的原则，以短期滚动复利、中长期投资为主。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

严格风控，集中持股

记者：关注私募业绩的投资者对世通的产品不陌生，因为近期它的业绩一直排名靠前，深国投世通1期从董事长常士杉先生亲自接管后不到一年内实现了逆转，根据公开数据显示，截止到5月5日，1期产品收益率达到16.11%，超越大盘27%，这个产品最大的特点是逆势上涨，我们都知道大盘一直在跌，这个产品一直在涨，这是非常鲜明的对比。请问您怎么在大盘不断走低的背景下实现高增长呢？

常士杉：市场存在系统风险的时候，我们对风控要求比较严。我们以前没有做好的原因也是风控没有做好，不是做好了风控就可以无为。当市场有机会时，我们研究的重点品种有机会的时候，我们还是集中子弹打歼灭战，每次如果有5个点的收益，积累起来也很多，如果有三次就15个点了。

记者：短期滚动复利的方法吗？

常士杉：是。我们在市场风险非常大的时候，不能抓一个黑马赚100%，如有50%、20%的短期收益，几天或者几个月，我们都很满意，这样积少成多，最后就积沙成塔，就比大盘好一点，比同行好一点。

记者：基本是短线交易吗？

常士杉：应该是短线加中线。

记者：中线波段是怎么样？

常士杉：你买入时机比较好，如成本比较低，大盘跌的时候，它在某一个阶段比较抗跌，大盘略微好了，它就涨得比较快，这样在一个阶段，比如一个月就可以涨很多，我们要拿住，要有这个定力，这个比较关键。对所有买入的股票，我们的特点一定要研究透，重点出击的品种必须研究透，对基本面了解，对未来两三年的业绩有大致的心理预期，这样便于我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们持股定性。

记者：持股是相对集中吗？

常士杉：我喜欢集中，不喜欢分散。

投资牢记不亏钱

2008年对大多投资者来说，无疑是一场金钱浩劫，世通资产也未能幸免于难，在海归基金经理无风控意识的操作下，世通1期净值跌去近60%，常士杉毅然接管，并在家中墙壁上写下了“耻辱记录”以明志。

记者：2008年对多数投资者来说是场噩梦，从世通的净值走势来看也经历了低谷再走高的过程，您怎么迈过这个槛的？

常士杉：这次我们认识比较深刻，亏这么多钱也有原因：我们是2008年2月18日发行的，当时是5000多点，市场有系统风险，一直跌到一两千点，这是客观原因。最主要是主观上风控没有做好，第二个月净值到六毛多，我们还死拿股票。其实市场的底不是你猜出来的，而是按照自己的运行模式见底，我们要先保住本金，有本金才能赚钱，如果本金都没有了，还做什么，怎么做下面的投资呢？一旦中套，自己就乱了阵脚，下面就没有办法做了。之前的“海归”基金经理已经另谋高就了，我自己亲自接过来，总结了经验教训，做了深刻的反思，吃一堑，长一智，对风控体系做了适合自己的改动，如净值波动3到5个点，必须有专门的风控人员做出重大的决策，要控制住，不能像断线的风筝一样，这样投资者才会放心，我们自己的心态也好一点，在这种基础上才跑赢大盘。2010年运气比较好，做到了跑赢大盘不少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：回头总结经验还是巴菲特的：第一不亏钱，第二，重复第一条。

常士杉：是的，这是投资的真谛，第三条还是重复前面。不亏钱自己心态才好，如果亏了钱心态就会紊乱，紊乱以后就没办法选择方向，最后铸成大错。

记者：2008 年同期发行的产品现在仍有亏损很严重的，对心理的冲击非常大。在当时您看到净值是几毛钱的产品的时候，做了什么决定，或者什么心态？

常士杉：这次可能是第一次披露，我在自己家的墙上写“耻辱记录”，这是世通的耻辱，也是我个人的耻辱，不能这么消沉下去。尽管是其他基金经理做的事，但我是董事长，人家是奔着我来的，所以我自己有不可推卸的责任，对不起投资者，也对不起自己，对不起信任的人。我写下这四个字，8 月 13 日公布净值才四五毛钱的时候，我心理压力很大，心路历程是艰难的，是苦难的磨炼，当时也瘦了很多，瘦了十几斤，等于自动减肥。因为 4 毛是我死守的底限，前面 3 个月是空仓的，躲过了 3 个月的大盘暴跌，我觉醒了，明白不进行主动的管理，最终是死路一条。

现在世通未来路会走得比较远，这次挫败已经融化到血液里面，遇到风险我会本能做出调整。世通对风控非常严，最近我们波动就两三个点，这是主动管理的成果。这对于我来说是一笔财富，我经历过失败以后，而且是“大手笔”的失败，慢慢自己把净值从 4 毛多做到了 8 毛多，心路历程经历挣扎、痛苦、犹豫再恢复状况，现在又重新找到了世通的位置，找到了自己的投资理念、策略，当时只是我们在执行过程中有问题。

记者：是执行有问题，不是方法有问题。

常士杉：以前我两年内赚过 10 倍，方法是没有错的。另外，做公开产品与自己做不一样，以前没有净值的压力，可以拿两年不动，从 5 块到 50 块，现在不一样了，每个月公布净值，没做过公开产品的人没有办法体会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实业转身私募

常士杉介绍，股票基本面为买入第一要素，如果不去上市公司调研，不了解基本面，就如同盖高楼不打根基，风险不言而喻。

记者：之前您是做实业的，怎么会投身私募行业呢？

常士杉：我比较喜欢证券这个行业。我二哥以前是机械工程师，是我的启蒙老师，他做设计天天画图，但是图画得很精致，钱没有赚到，亏得比较多。我 1995 年就开始关注，主要是天生喜欢数字，而且我对数字比较敏感，能从数字变化和跳跃中找到快乐和快感。

记者：我有许多私募朋友最初画线，现在基本不画了。您怎么看技术面？

常士杉：我一直以基本面为主，基本面第一。如果不去上市公司调研，不了解基本面，就像大楼没有地基，你敢买这个房子吗？天天吓得两腿发抖，不敢住，不敢买。基本面是根本，会决定股价和业绩，这样股价有支撑依据，许多人务虚，天天看 K 线，我不排除有高手能找到盈利方式；但对大多数人而言，要在市场长期活下去，要过得比较滋润，就要了解基本面。

记者：你二哥的思路改变了吗？

常士杉：后来改变了，赚多亏少了。也不是不看技术面，买股票要看价格，看买入的区间，买入的时间点，我就看图，结构共振点在什么地方，低估以后主力怎么看。其实一个纯粹的技术面者也可以不看基本面，但是我觉得赚那个钱不踏实，纯粹靠蒙的。

以基本面为前提，就像去北京，买了到北京的机票可以到北京，如果先到河北石家庄，偏离了方向，最终也可以到北京，只是走了弯路。

记者：你开始喜欢这个行业，中途还走入了实业，又回来，触动的因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

素是发了一个公开产品没有做好，自己觉得是耻辱。

常士杉：我全身心地做，而且也想做大做好，既然做了，就要做好，而且我喜欢与同行做一些比较，大家互相学习，把整个私募基金做好，做到一种高度，得到投资者认同，这是我的本职。

三因素促成大盘筑底

2010年上半年，中国股市堪称世界最“熊”，沪市跌幅为26.81%，深市则达到31.48%。6月初，常士杉提出，估值、政策、市场三因素将促大盘筑底。

记者：请您谈一下对未来市场的看法?

常士杉：许多人问我什么时候见底，我虽然逃了三次底，也抄底了三次，有人亏了十几、二十个点，我们亏了一两个点，这还比较好。目前市场可以做三个方面的说明。一个估值很低，银行、金融、地产、保险、有色，这些行业基本接近1664点，大概估值8到10倍，钢铁行业更不用说了，股价也创了新低，大盘的估值低，到了底部区域。

第二点，股市受政策影响比较大，许多人认为是政策市，我也赞成这种观点。2010年4月11日“新国十条”到银根缩紧，都是利空消息，对市场的冲击比较大，现在有一些积极的观点，如温总理讲话，政府要缓步退出，不能一下退出。央行回笼资金放慢脚步，《人民日报》发了六篇文章“维稳”，还有新基金发行加速等这都是非常稳定的暗示，或者是政治层面对市场的关注，维稳的决心和程度也是前所未有。政策希望在此形成底部，政策底也基本到了。

还有一个是市场底，市场是人性的博弈，有人说要跌到两千点，有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说差不多，在人性的较量中，市场会一波未平一波又起，不会停在一个区间振荡。越来越多人认为2480点是有底部的，到2000点就有人抄底，这就形成底部的共振区。这个估值底基本到了，市场总需要给一个评估的依据。

牛市、熊市的判断中，如果你认为熊市来了，就不要做了，现在经济这么好，恢复这么快，中国经济一枝独秀，也坏不到那儿，政策底、估值底一起共振，就会形成一个市场底。

大牛市前中小盘仍为投资重点

投资板块选择时，常士杉认为，在大牛市之前，大盘蓝筹不存在持续上涨的空间，关注重点仍是中小盘股，尤其是国家支持的信息产业、高科技行业、生物制药，新能源、低碳等新兴产业。

记者:接下来我们说板块。您刚才说银行、地产、钢铁估值已经到底了，在未来大盘上涨中能不能成为一个比较好的上涨品种呢?

常士杉：2010年世通业绩比同行好，关键因素是地产、银行这些股票基本没碰,可能不在我的选股范围。我喜欢高成长型中小企业,从中选黑马，当然也选了几个。大盘蓝筹绝对低估，市场其他机构选标的的时候就要考虑，到历史最低点市场就有一定的溢价度，大盘蓝筹存在一定的交易机会。

我要提醒投资者，大盘蓝筹一定是交易机会，在市场没有大牛市之前，不会形成持续的市场空间。最重要的还是中小盘股以及一些高成长的信息产业，像物联网、信息产业、高科技行业、生物制药、新能源、低碳，国家政府的支持力度非常大，行业前景非常好，增长空间比较大，市场看好了以后就会有高溢价和估值，像生物医药、新能源的股票在大盘调整时没有跌，就是市场达成了共识，大家不舍得卖，你卖就有人买。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三低买入等待“白天鹅”

低价、低量、低关注度，在无人关注的时候关注它，等市场一旦认同，丑小鸭就变成了白天鹅。这就是常士杉的“三低买入法”。

常士杉：我有一个投资原则，永不追高，三低买入法，低价、低量、低关注度，在无人关注的丑小鸭变成天鹅之前我们关注它，后来市场一旦认同了，就变成了白天鹅。如果涨了一倍、两倍我们就不关注了，因为没有第一时间买入的机构把握得好，我们永不追高，放弃它，重新寻找低价、低估、无人关注的核心品种，这需要调研、付出，进行基本面的深入研究，财务年报、季报等研究，从其报表里面发现未来的经营状况。

记者：您能否以一个投资的案例说明？

常士杉：我 2001 年做了一个叫深宝恒的，现在叫中粮地产，当时的股价是 3.2 元，当时的市场比较低迷，价格非常低，3.2 元我就开始关注了。当时的中粮股份要收购它，准备注入一些项目，项目的范围可能是地产。我就开始重点关注，为什么要关注呢？因为这是“丑小鸭”，但是现在可能被一只“白天鹅”看中了，要加入“白天鹅”的队伍了，之后公司基本面发生了脱胎换骨的变化，因为中粮是央企，是世界 500 强，如果注入的话，做的空间非常大，当时股价是 3 元多，而且市场当时是熊市的末段，在 2002 年、2003 年我分批买入了，有一批在两年内赚了 10 倍，就卖了。

记者：在宏观、行业、企业三者当中，您最先考虑哪个？

常士杉：首先看宏观，如果大环境不好，即使我做得比较好，还是不踏实。大环境好我拿股的心态会更好，不像现在频繁交易，压力也大，必须随时随地打赢才行，风险像一把刀，你在刀尖上舞蹈，总会伤到自己，尽管有轻功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：在单边的牛市中公募基金也做得不错，在振荡的行情中才能显现私募的灵活性和选股能力。

常士杉：公募的水平不低，他们有仓位的要求，有 60% 的底仓要求，如果做私募的话会更灵活，私募没有仓位的限制，我们受到其他限制，比如重点品种只能拿 20%，我现在也提申请做到 30%，可能在短期表现会更好一些。当然也有负面因素，一旦抓错了，亏损起来也比较多，所以把握买入时机非常关键，这方面我们世通也在进一步研究。

记者：你选企业会关注企业哪些方面？

常士杉：企业基本面从四个方面考虑：一个是行业，刚才说新兴产业，新能源、低碳、节能环保、物联网都在我的范围，首先确定这些，其他就不看了。确定这个以后，第二看行业的成长性和前景。第三是毛利率，所有企业不论如何，最看中是否能够赚钱，这就看毛利率，如果毛利率是 10%，你卖 10 亿才赚 5000 万，如果毛利率是 50%，买 1 亿就有 5000 万，这个非常重要。还有净资产收益率，你赚钱了放在哪儿，是做投资项目，还是其他的用途，净资产收益率也很关键。当然基本面还有一些，如自主定价权、核心的精整产品、核心的自主知识产权，还有市场先在局部区域，推广到全国，再推广全球，这种公司就是我们要找的所谓黑马。

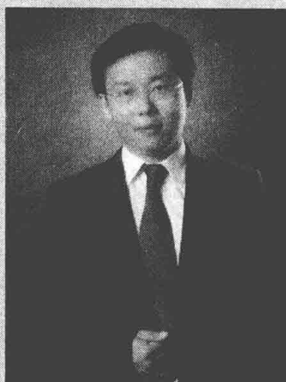
记者：与公司保持时刻的沟通。

常士杉：我每天都会打电话骚扰一下，或者安排员工打，这是我们的惯例。有人说，我也没有什么说的了，但是我们打破砂锅问到底，许多人看了公告以后就不问了，如你副总换了，为什么辞职呢？新的管理层进来了怎么做呢？这都是我关注的细节，我觉得细节决定成败，炒股也是如此。

记者：最后请常总送给大家一句话，投资中最重要的是什么？

常士杉：我觉得最深刻还是分享一句，投资先要保住本金，不要亏，保持良好的心态，打得赢就拿着，打不赢就跑，不能一味地拿着，可能会套得更深，我希望大家都找到自己的盈利模式，在这个市场成为成功者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



李彦炜

寻找隐形冠军

1986年，时任欧洲市场营销研究院院长的赫尔曼·西蒙在杜塞尔多夫巧遇哈佛商学院教授西多尔·利维特，后者问："有没有考虑过为什么联邦德国的经济总量不过美国的1/4，但是出口额雄踞世界第一？哪些企业对此所做的贡献最大？"西蒙开始认真思考这一课题。他很快就排除了像西门子、戴姆勒–奔驰之类的巨头，因为它们和它们的国际级竞争对手相比并没有什么特别的优势。那么，答案只可能到德国的中小企业当中去找。从那一年开始，通过对德国400多家卓越中小企业的研究，西蒙创造性地提出"隐形冠军"（Hidden Champion）的概念。

在中国，可以用以下三条标准来寻找"隐形冠军"。

1. 某一个细分市场的绝对领先者，以市场占有率衡量，它们是世界市场的老大或者老二，或者至少是中国市场的老大。

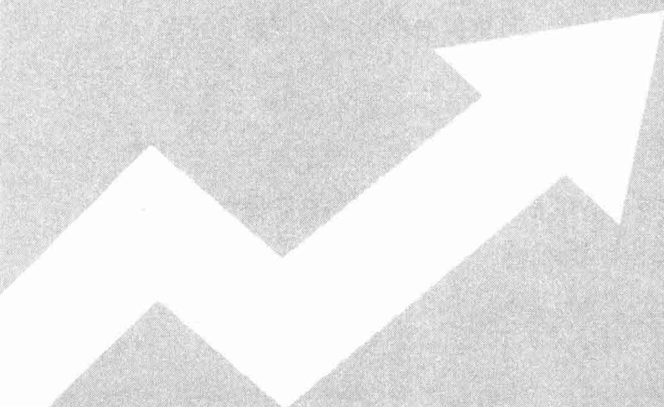
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 年销售额一般不超过10亿元（除了少数的例外，样本企业中只有4.4%的企业超过这个额度）。

3. 公众知名度低，很多这类企业的产品都是不易觉察的或者看不见的，只是用在生产最终消费品的制造流程当中，或者只是某种消费品的部件或原料。

“上市公司作为个体是有生命的，企业的生命周期反应在资本市场上就是一个静态价值发现和动态价值创造的完整过程。”北京京富融源投资管理有限公司投资总监李彦炜认为，投资过程就是发现企业价值的过程,因此寻找“隐形冠军”就成为他的投资目标，而他所管理的产品，也名为“隐形冠军”。

统计数据显示，截止到2010年8月27日，李彦炜所管理的阳光私募产品隐形冠军1期，净值1.05元，2010年以来的总收益率达41.4%，跑赢大盘34个百分点，在同类产品中排名居前。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

供大于求造成大盘持续走低

2010 上半年，A 股可谓全球之最熊，第二季度伊始，沪深 300 指数连续下挫 20% 之多。谈及下跌原因，李彦炜认为，不恰当的货币政策引起资金供应链骤减，导致供大于求，因而大盘持续走低。

记者：2010 年 4 月以来，沪深 300 指数下跌达 20%，到 5 月 21 日上证指数在盘中创出此轮盘中新低 2481.97 点。从技术上看熊市已来，您怎么看熊市的根源？

李彦炜：我们认为 2010 年可能称不上是熊市，而是振荡市。技术术语角度讲，无非是两个结构，一是旗形结构，二是箱体结构。其实这两个结构在指数里也都出现了，上证综指是个旗形结构，深圳综指是一个箱体结构，目前从位置上来说已经接近下轨和下沿。

记者：已经到达底部？

李彦炜：处于底部区域吧，具体什么点位比较难以预测，我也不去预测。

记者：投资者都说现在房地产新政促使大盘出现暴跌，同时加上股指期货的推出，多重因素交织起来。真正引起大盘下跌的原因是什么呢？

李彦炜：这次下跌的主要原因是货币政策的问题。我个人觉得货币政策出了问题，所以，导致这次比较快速的、出乎大家意料的下跌。为什么说货币政策出问题呢？我个人看来，现在整体基调没有什么通货膨胀的可能性。尤其从年初以来，全球来看已经进入通缩的境地。

这次比较明显的是 5 月 2 日加了一次存款准备金率，之后就出问题了。宏观上讲，资金是股市价格最重要的决定因素，如果钱少了股价肯定不行，有一个简单的逻辑，CPI 是过去的事情，货币政策是针对未来的事情，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就是说，你用一个未来的手段治理过去的事情那是不可能有任何成果的，反而会伤害到未来的前景。过去的已经发生了，你用现在任何手段都改变不了，这个月 CPI 是 2.8%，下个月可能是 3.2%，通货膨胀未来是不存在的，很快就会看到 CPI 会一路走下去。

记者：您认为 CPI 在不断走低？

李彦炜：我只是举一个例子，但我其实对通货膨胀这些问题也是从很简单的逻辑去理解。通货膨胀是什么呢？是货币价格的贬值，商品价格和资产价格的上升，我们就要看货币价格是不是在贬值，其实很简单，去看一下美元指数，在升值。从全球来讲，人民币可以和美元画等号，因为现在属于固定汇率制，这样就可以很简单地把美金和人民币等同起来，控制了人民币的数量也就控制了全球货币的数量。如果美元在上涨，那就说明不是通货膨胀，货币价格上涨怎么能是通货膨胀呢？应该是通货紧缩。我是这样的判断逻辑，至于 CPI 怎么样，我没有仔细研究过。

两种指标会表现通货膨胀，一是商品价格，二是资产价格。CPI 只是一部分，你还要分析资产价格。现在资产价格体现得很明显，股价一直在跌，房价也不涨，我认为这次下跌的原因是因为货币政策出了问题。

记者：使货币供应量发生问题。

李彦炜：对，出现通货紧缩，导致资产价格下跌。

记者：最近以来人们的焦点还是放在地产上，认为地产一涨，大盘就会反弹或上涨，地产一跌，大盘就顺势又下来了。

李彦炜：这是板块驱动因素或行业驱动因素，我个人觉得地产下跌是必然的，因为它不是由经济因素决定的。大家都看到，所谓调控房地产价格，主要的因素是民生问题。这个问题我就没办法用经济手段去分析，这没有什么意义。对我们来说，如果涉及到非经济因素，我的第一反应是尽量不去做。有很简单的逻辑，如果我是一个投资者，我能理解政府、官员怎么想的，我就不去做投资者了，就去做公务员了。如果你能揣摩上下层的意思，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对你个人也是最适合的，现在公务员也是千军万马挤独木桥，我如果有能力肯定去干那个。

如何寻找“隐形冠军”

截止到2010年8月27日，李彦炜掌舵的“隐形冠军”1期产品净值为1.05元，跑赢大盘30多个百分点，在同类产品中排名靠前，表现突出。

记者：现在来看，所以要选“隐形冠军”了。

李彦炜：我的整个投资体系对行业因素考虑不是很多，几乎占决策体系5%~10%左右。

记者：那么你的选股策略是自上而下还是自下而上的？

李彦炜：我是自下而上的，从企业本身出发。我们研究员形成一个网络，还有抵押融资、“大小非”财务顾问等工作，我的研究员同时也是投行人员，要去企业里向领导推荐我的融资方案，主要是进行股权抵押融资，这是从2008年开始的。

因为2008年没法做股票，我们开的这个阳光私募总要活着，就围绕这个做各方面的业务。现在我们比较具有竞争优势，就是投行团队和研究员团队一体化的优势，能够充分去寻找优秀的公司。

我们从熟悉的企业里去找“隐形冠军”，我给他们发打分表，给他一个标准，让他自己打分，比如10分满分，把7分以上的公司提出来，再配合案头的人员进行分析，看是不是符合估值水平，是不是对应，能不能够进行投资。如果能对应，就打回到前方投研人员去，他们再进一步跟这个企业进行接触。如果把它变成重仓股，我自己肯定要去，至少要跟总经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理以上的高管进行交流。

记者：不见到董事长不投资？

李彦炜：不是不投资，是不重仓，投资是会投的。市场上不是每一个股票都会去重仓的，有的参与一下，也不是很深入，可能过一段时间就卖掉了。我去之前肯定要买一些，不可能一点都不买就跟人家去谈，这也不符合交易原则。

交易上，我采取盈利加仓的方式，比如我买了这个股票赚了钱会去加仓，加到一定程度的时候，我会想办法跟董事长或者高层进行比较好的沟通，我认同他，或者觉得他确实符合我“隐形冠军企业”的全部标准，就对他进行重点投资。

记者：刚才您一直在提“隐形冠军”，是赫尔曼·西蒙提出了这个概念，他通过大量的数据和事实证明，国民经济和国际贸易的真正基石，不是那些声名显赫的大企业，而是在各自所在细分市场上默默耕耘，并且成为全球行业领袖的中小企业，您在此基础上也形成了“中国式隐形冠军的成长投资理念”，能否举个例子？

李彦炜：我在大学的时候就开始自己炒股票，与老师交流学习，从那时形成了成长股的投资思路，确定这种方向之后，2004 年当时是熊市，总结自己过去交易的品种，成功的是什么，失败的是什么。回顾的时候，无意中发现《隐形冠军》这本书，我拿过来就想这是我想表达的意思。因为我是第一线工作的，对这个理论并没有很深入的研究，忽然看到这个，觉得特别好，里面提到“隐形冠军”有九条标准，以后我们投资就基本按这个方式，也就是定性。

我讲三条标准：第一，它在细分市场市场占有率要达到前三的水平。这就简单了，通过数据可以证明，或者他本身在行业里是什么地位，公司会说的，你只要核实是不是就行了。

记者：在行业排名就可以找到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

李彦炜：是的。我们找的时候是倒过来的，先到公司来，公司说我是这个行业冠军，我会去核实一下。第二，要对老板进行一个评价，他必须要有立志当冠军的想法，因为很多老板在经营过程中并不追求当这个行业的第一名，他做到一定程度之后就会分散，会保守，只要能挣钱就行了，利润也不错，维持这样就行了。如果还继续做商业就做别的，比如做房地产，做股票，也有的就不做了，就这样了，拿这个钱过日子，存在各种各样的情况。企业家的雄心壮志是非常重要的，他必须有这个想法，有这个追求，然后再进一步看他的执行力。这样来达到整体的策略安排，市场营销、生产研发等也有一个整体的发展。第三，看这个团队能不能够执行、完成老板布置的任务。还有一条比较重要，它在扩张的时候，一般沿着上下游扩张，说比较简单的，比如新安股份，为什么说它是一个很好的标的，因为它在2006年已经做到草甘膦除草剂世界第一位，它在这个行业里通过上下游的方式进行扩张，草甘膦会产生氯气，氯气没有什么利用方式，其实氯气有很多化工企业都会产生。

为什么我说领导很重要？他要有雄心。面对几种选择，新安股份的领导选择了有机硅这个方向，发现有机硅行业有利润，当时的现状是企业规模比较小，唯一有一家比较大的企业还是国有的企业，动作上比较缓慢，也没有什么追求，他就说我要选择这个。当时山东海化也有氯气，但他就选了做PVC，PVC市场几乎没有什么机会，巨头都是摆在那儿的。他觉得我在任何一个地方做都要做到第一。后来基本上在2007年的时候他实现了在有机硅行业里第一、第二，和那个国有企业一起争夺第一的位置。这在我讲的这几条里是比较重要的。这样的扩张方式会导致这个企业有很强的凝聚力，它能够发挥优势，还能发挥这个老板的执行力。定性上讲这个企业就是比较好的，符合我“隐形冠军”很好的标的。当然，后面还要配合很多其他的工作，比如估值。

我们整个投资逻辑来讲，第一步是选股，第二步是估值。因为是成长股，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成长股的估值一直是一个难题，因为蓝筹股简单，就是现金流贴现，现金流稳定，可以预测，这并不是特别复杂，20世纪90年代出现实物期权的方法之后，就有了成长期权的概念，我可以把企业的成长性用期权的方式来进行布置。这样就简单了，企业的总市值=总资产+成长期权-负债。总资产很简单，财务报表里有，负债也有，成长期权就通过一些关键的因素，知道它对成长性有溢价，整体上就会出现估值。如果企业在这个估值水平以下，就可以买它。

再接下来是投资的时机，投资的时机我是通过企业的生命周期理论来进行的，我投资这个企业最好的时期，就是从它的青春期之后。从青春期到青年期中间有比较危险的时期，不稳定的时期，我选择过了青年期一直到成熟期，是这样一个体系。

交易原则——“盈利加仓”

李彦炜给自己定位于“价值投资者中的趋势投资者”，而他在交易时思路很简单，即赚钱是硬道理，因此采取了“盈利加仓”的交易原则。

记者：您这是不是长期持股的理念？

李彦炜：我没有做过统计，好像曾经看过中国企业整体发展周期是3到5年，一般不会超过这个时间，不会太久，一是它本身成长的时候就非常快，每年一倍，3年就结束了，就进入稳定期了。然后还有一些政策性的因素，比如这个行业原来是自由竞争的行业，突然之间赚钱了，大家都爆发性成长，会有很多钱冲进来，然后就会调控，这样会导致它的生命周期比较短。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我认为我不属于长期投资，长期来讲大家一般都讲巴菲特。我只做这段。这种方法比起交易型投资要长，比价值投资肯定要短，我自己总结，说我是“价值投资者中的趋势投资者”，我就投资这段趋势，不会在前面买，也不会在后面买。

记者：什么时候卖？

李彦炜：它增速减缓的时候我就考虑要卖了。

记者：做私募还是有压力的。

李彦炜：这是另外一回事，这是交易的体系，完全按交易的原则去做，最核心的就是盈利加仓，就是我赚了钱再继续做，如果不赚钱哪怕它再好我也停下来，哪怕我卖了再买，直到某一次赚钱了再加仓，因为这样可以保证交易体系的稳定，但换手率肯定会增加。

记者：会不会有止损？

李彦炜：整体都有，每个品种的止损线都是设在总市值的3%。

记者：这个止损线比较高了。

李彦炜：不一定，这是总市值的3%，还有组合分配，不可能一把就买一只股。要是3只股票，就每只股票10%，如果买5只股票就更低了，或者你开始的时候是一个轻仓的状态，承受的波动就比较大。再加上我本身就是盈利加仓的原则，如果我仅仅买了10%，然后马上亏了15%，那么我不会往上加仓。我在交易上的思路很简单，赚了钱才是对的，其他理论都没有用，只有账户的市值才能决定你是不是要继续买。

记者：李总，您选取投资标的的时候按照成长性，就是“隐形冠军”的思路，操作上也按严格的体系来操作，这是交易的思路，两个是分开的？

李彦炜：也不是完全分开的，我是“价值投资者中的趋势投资者”，我只投资上升趋势，交易体系里盈利加仓也是一样。如果不在上升趋势里就会产生亏损，这是核心的，为什么能结合得很紧密也是这个原因，如果不在上升趋势里就产生亏损了，这说明你是不对的，没有在正确的趋势里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这是有问题的，就会导致这个股票被减仓，或者有可能被清仓。然后我再卖，我并不在乎我这个10元买了，在8元砍掉，可能我在12元还会再买，只要这笔交易赚钱了，我就会持续做下去，是这样的思路。

“振荡市”跌多不卖，涨多不买

对2010年整体行情，李彦炜维持“振荡市”的看法，同时他认为，振荡市中个股机会众多。此外，他建议投资者在振荡行情中保持“跌多不卖，涨多不买”的操作原则。

记者：请您介绍一下隐形冠军运作过程中可以借鉴的经验。

李彦炜：我觉得，2010年的表现第一是运气因素，因为行情是振荡行情，比较适合阳光私募这个产品。因为阳光私募这个产品属于“防守反击型”的，公募基金的产品特性是“全攻全守型”的，涨的时候全部压上去，退的时候全部退下来。阳光私募产品的特点，涨的时候涨得不是特别快，可能比指数慢，跌的时候也比指数要慢，我在这个过程中不断进行盈利积累，在振荡行情中比较适合，因为涨到一定程度减仓下来，跌的时候再买回来，会产生比较好的收益因素。我说运气因素是指这点。2010年是振荡市，要是单边市，我们就不一定比公募基金跑得快。

具体到产品上，2009年9月底、10月初的时候，当时主要利用大盘振荡，再加上10月份有迪拜事件，在这个振荡过程中我取巧，通过这个方式获得了比较好的底部头寸。

记者：抄到底了？

李彦炜：也不是抄到底了，是在这个位置上我们拿到的头寸比较低，拿到的位置比较好，那个点把握得比较好，出现危机我认为没有什么大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

问题，就进去了，获得了比较好的低位头寸。12 月份的时候，我就守拙，就是我没动，12 月底有很强的预期，包括股指期货、融资融券要出来，风格转换，就没有参与这个过程，还是守在中小市值的股票里。到了第一季度之后，可以说变成了正确的行为，产生了好的盈利。再有，2010 年第一季度，有些企业恢复得特别快，表现特别明显，受到了资金的追捧。这也是正常的，往往大的危机之后，会有细分龙头企业替代其他小公司，小公司破产了，产品还有需求，订单就会转移到他们那儿去，他也有定价能力，因为小的企业都没有了，他说这个东西不行，我要涨价，产品不能像以前那么卖，以前卖白菜，现在我要当珍珠卖，他有这样的能力了，导致 2010 年价格的上涨，尤其在 2010 年上半年，我个人感觉 2010 年一整年都是这样的。

记者：我这样理解，只要估值下来了，这些中小市值的股票还会成为下一轮行情受追捧的股票？

李彦炜：我个人感觉如果跌，它的估值肯定是下来了，如果横住了也是下来了，因为它的盈利是每个季度都要报上来。到 2010 年年中报的时候我想会更加明显，发现这些企业真正会这么突出。但也有风险，比如货币政策出问题了，但我认为如果出现二次探底或者金融风暴，对他们又是一个很好的机会，因为有些人说我赚钱了，可以做这个业务了，又被打趴下了，这个定价能力能维持一到两年。如果宏观上有什么事件，对他们反而是一个大的优势。

这么来看，未来三四季度大家会对中小市值的股票有更强的认同感，因为确定性太好了，振荡的时候，不确定的时候，谁清楚了谁就是好的。要说市盈率低或者净资产高都没有用，问题是要确定性好，这是非常重要的。

记者：您维持全年振荡市的判断。

李彦炜：对。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：至于个股还是可以挖掘的。

李彦炜：对，而且机会非常好，感觉没有什么比振荡市更好了。

记者：在这种振荡行情中，您认为投资者应该怎么样操作呢？

李彦炜：我自己有一个说法“涨高了不买，跌多了不卖”。“涨高了不买”的意思是，无论这个股票多好，只要指数下去了，你就不要追了；“跌多了不买”的意思，暴跌了之后不要害怕，你手里如果有持仓就不要卖等等，当然，你的持仓要调整，要往确定性强的品种上调整，但整个仓位水平不要动，不要因为这段时期就害怕，割掉了，当然，你要轻仓更好，跌多了就买。

“不用害怕”的因素在哪儿呢？可以有一个最简单的数据，投资者喜欢的话可以算一下，希腊、西班牙遇到财政危机，中国处于什么状态？你可以把2007年到现在的财政收支查出来，这不是很难，然后加总，看看我们到现在这三年是一个什么状态。我前两天算下来有7000多亿净盈余，你就不用怕了，跌得再多无非再搞一次4万亿，还是有这个实力。至于搞不搞我就不知道了，只是到那个位置上你相信党、相信政府是没有问题的。

记者：手中有粮，心中不慌。

李彦炜：对，要看这个最简单的基础，其他的就没有什么担心的。

记者：点位反正也不是很高。

李彦炜：点位跌多了就不用害怕，涨上去的时候，一定要把握住自己，不要冲上去，因为是振荡市，不可能是单边的，目前我个人没有看到单边的迹象。至于阳光私募群体来说，我说好日子才刚刚开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



邓继军

有所为，有所不为

经过2010年第一季度的振荡行情，在近24个月的榜单中，深圳市金中和投资管理有限公司旗下产品——金中和西鼎以92.2%的收益率获得本期两年榜亚军，而该产品在2008年凭借23.12%的收益率夺得熊市冠军。

2007年之前的大牛市中，私募行业发展不过是暗流潜伏。经过2008年熊市洗礼，秉承“绝对收益”为目标的私募基金脱颖而出！而金中和凭借“熊市冠军”一举成名！

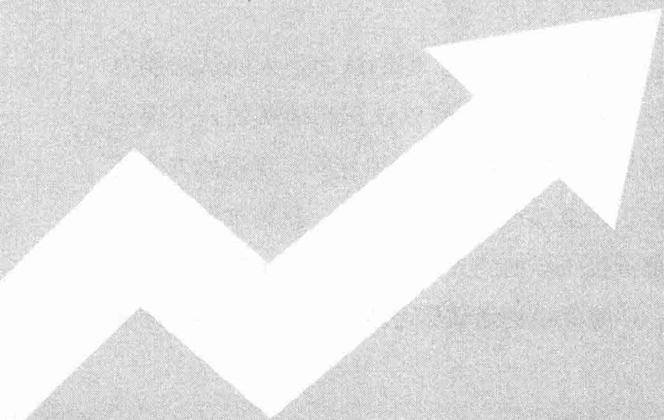
金中和的投资哲学是“有所为，有所不为”。他们认为，人的认知能力是有限的，因此很多事物的客观规律并非现阶段所能认识和理解的，不要企图，也没有能力去把握市场的全部规律并关注所有的投资标的。正确的方法是承认自己在某些时候的无能，放弃认识全部市场规律的幻想，只将市场中能够被认识、把握和定量描述的那一部分投资标的纳入投资范围，心平气和坦然地放弃不确定和无把握的市场机会，以确保投资活动尽可能处于自己控制的范围

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之内，只有这样才能提高盈利的概率。

金中和认为，整个投资活动由选择投资标的和决定买卖时机两个环节构成，由此投资理念就是“以价值投资作为选择投资标的的基石，用动态的眼光来把握每一个交易时机”。而在所有的交易过程中，金中和强调“安全比利润更重要”。

强调团队合作，这在“个人英雄色彩”突出的私募行业中实属少见。公司核心团队有四名成员：首席风控官黄明皓女士，侧重重大投资决策和投资管理业务运作过程中的风险控制；首席执行官曾军，侧重趋势判断和金融衍生品的研究；投资总监邓继军，主要负责投资标的的选择和交易时机的判断；研究总监彭迅主要负责公司的研究工作，侧重财务分析和数量化模型。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

私募行业刚起步

在邓继军看来，私募基金准入门槛还不高，未来将有一个自身完善、发展的过程。而对于私募来说，也需要树立稳健经营、规范经营的发展思路，以迎接整个行业发展的高潮，为整个行业走向进一步的正规化和进入正规的监管程序做好准备。

记者：请问邓先生基于什么样的考虑投身私募行业？

邓继军：私募基金实际上还是刚刚起步，开始才只有两三年，因此有三年或者四年存续时间的信托产品都已经算比较长的了，这个行业应该说仍然处在一个起步阶段。我们认为中国高端个人理财这一块市场是很大的，发展前景也是很大的，所以我们才会做。

记者：那么您认为，中国私募行业的发展方向会如何？

邓继军：如果是对这个行业怎么看，我们主要是从国外的情况来看，国外的共同基金和对冲基金基本上都在均衡发展。国内来看，公募基金经过这么长时间的发展已经初具规模；私募基金作为整个资本市场的有效补充，现在发展时间很短，有公开记录的阳光化产品最长可能也就是四到五年的时间，而且现在私募基金的准入机制这方面，政府设置的门槛也不是特别高，因此应该有一个自身完善、发展的过程。我相信以后我们国家也会加强对这方面的监管，所以我们要确定稳健经营、规范经营这样一个发展思路，迎接整个行业的高潮，为整个行业走向进一步的正规化和进入正规的监管程序做好准备。甚至有可能我们国家私募基金这一块发展得好，以后还有牌照管理，能够进入银行销售的主渠道。所以说从公司的发展来讲，就是稳健经营；然后对客户的业务上来讲，我们就是追求长期稳定的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

绝对收益。

记者：刚才您也提到私募主要面向高端客户，有一个资金门槛。现在券商也有专户理财，公募基金也有“一对多”，您认为在高端客户这一块，未来会不会形成比较激烈的竞争状态呢？

邓继军：随着市场参与者越来越多，竞争肯定会加剧。竞争应该也有好的一面，这说明针对高端客户，私募这种管理模式和商业模式会逐步被市场认同，否则公募基金也不会推“一对多”的方式，券商也不会做“专户理财”，所以说这种商业模式已经越来越被认同。但是我们并不担心对客户的争夺，因为这个市场很大，我们现在可能仅仅依靠市场里面很小的一部分。

现在接触阳光私募产品的客户，某种意义上还是对证券市场比较了解的，同时又有一定的资金实力，其实还有很大一部分潜在的客户，但是他们基本上不做股票市场投资，本身又掌握大量个人资产、财产，他们的加入将是我们整个行业大发展的主要客户来源。这个市场足够大，不用担心竞争的问题。



记者观察

2008 年的大熊市令多数投资者的“股市赚钱梦”破灭。邓继军认为，熊市让很多投资者有了新的投资意识：把资金委托给专业的机构管理。

记者：当前我们可以看到，一些明星产品像金中和、武当这些产品发行期数都已经有一定的规模了，你觉得当前是不是私募行业迅速扩张的一个时期呢？

邓继军：现在来看经过 2008 年这一轮洗礼之后，越来越多的投资者认识到专业的事情应该交给专业人士来做，这也是为什么 2009 年产品发得比较多的原因，因为 2008 年做完了以后，很多人发现自己不够专业。这个市场风险很大，并不像 2007 年、2006 年那样，随便买一个什么品种然后长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

持有就能获利。有很多进来得晚的投资者损失就很大，进来早没有及时退出的投资者也是坐了一轮过山车。所以现在产品进入一个发行高潮，有两方面的原因，一方面是市场给我们提供这样一个赚钱效应，大家都愿意去投资；另外一方面也是投资者对投资意识的重新认识，认为应该把资金委托给专业的机构去管理。

记者：那就是说经历这样一个市场跌荡之后，反而对私募起到了好的作用?

邓继军：应该说对于风险控制做得比较好的、有自己明确的投资思路、投资方法的私募基金，2008 年经过洗礼实际上是一件很好的事情。

金中和脱颖而出的“三根毫毛”

回顾 2008 年的成功，邓继军强调了团队管理的重要。他还分析，在 2008 年能够实现正收益，首先趋势不能判断错，其次就是找到反弹时候能够脱颖而出的品种，再次就是严格的风险控制。

记者：我想 2008 年对金中和来说反而是一件好事，也造就了金中和脱颖而出的一个契机。大盘跌了 60% 还多，可是金中和当年却实现了 20% 以上的净收益。金中和是如何取得这样的业绩表现的呢?

邓继军：首先这归功于我们的团队工作方式：因为我们一直强调我们采取团队管理模式，团队管理模式能够克服一个人做决策时自我封闭、自我洗脑、很难走出思维牢笼这些缺陷，大家能够互相提醒，尤其是在 2008 年这种单边下跌的状况下，如果是一味地持仓，或者一味地抱着买入持有的心态，有时候很难扭转过来，所以我们集体决策有这样一个优势。

另外还跟我们的专业背景和专业知识有一定关系：因为你要在 2008

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年实现正收益，首先趋势判断不能出太大错，就是说你要判断整个趋势。再一点，因为没有做空，所以个股配置也很重要，你要找到在市场中间反弹的时候能够脱颖而出的品种。最重要一点就是风险控制。实际上我们有时候对趋势的判断也很难做到特别准，但是如果有良好的心态和严格的风控，有时候能够回避掉市场的一些大风险。



记者观察

2007 年 7 月底西鼎成立，其时上证指数在 4300 点附近，决策委员会判断市场在疯狂赶顶的最后阶段，立即建仓，并把止盈位定在 20%，把止损位定在 4000 点。随着大盘上涨，西鼎的净值迅速累积，疯狂的市场下他们决定清仓。9 月 7 日，大盘上涨到 5300 点，西鼎已将仓位全部清空，之后只做认购新股，到了 11 月初，净值收益达到 20% 以上。

记者：刚才我听邓先生讲的时候，金中和还有一个策略就是灵活配置，对于 2009 年的市场现在投资者都在议论要不要用牛市思维来考虑 2009 年，邓先生怎么看?

邓继军：实际上是这样的，2009 年的行情肯定不是牛市，我们认为总的来说还是一个大级别反弹行情，尤其是在实体经济或者整体状况没有出现根本性好转的时候，更多是由资金推动。这个行情是资金推动的，而且我们从来没有遇见过，至少在现代经济史上从来没有遇见过全球一致的量化宽松货币政策，这个注入的流动性是产生这样一轮大级别反弹行情的重要因素，尤其是在实体经济还没有改善的时候，更多钱会流入到资本市场上来。所以会产生这样一个局面，可能反弹的幅度会超出我们的预期，有些个股的表现也会远远超出我们的预期。

但是如果从估值的角度来看，从企业盈利的角度来看，还是要保持一个清醒的认识：要谨慎、要清醒；同时我们的策略也不能太过于刻板，要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

根据不同投资环境来调整自己的投资策略。也不能说完全不参与，要在做好风控的情况下适度参与，把投资标的的选择更多放在有切实业绩支撑的一些品种和板块上。

制度改革和政策导向带来投资机会

2009年年中，邓继军判断，2009年的行情肯定不是牛市，更多是由资金推动，流动性是产生大级别反弹行情的一个重要因素，在此背景下，反弹幅度可能超预期，但是从估值的角度，投资者需要保持清醒的认识，要根据不同投资环境来调整投资策略。

记者：2009年下半年您看好哪些板块？金中和的产品设计里面有一个主题投资，您又看好哪些主题投资的品种呢？

邓继军：在整个市场估值相对比较贵、反弹幅度已经相对比较大的时候，主题投资可能还是要看企业有没有外延式扩张，或者能够内生增长的方面。所以我们做主题投资的品种，主要是放在外延式扩张这一块，就是资产的注入、整体的上市或者资产的并购，而且这个又有别于去炒小道消息。我们是通过自己对已经公开披露的信息进行再挖掘和再消化。另外一个就是对整个国家的产业政策有一个逻辑上的梳理，因为有一些产业它可能本身就已经进入一个加速整合和集中度提高这样一个阶段。前几年国家推动钢铁行业的整合、水泥行业的整合，这是一个方向。

另外主题投资的方向可能是节能减排方面，也就是新能源这方面。我们在节能减排和新能源这方面，还是会把目光集中在上市公司业绩上有良好表现的，如果纯粹是一种概念性的炒作，或者一个很长时间周期以后才能见到效益增长的东西，我们可能会考虑目前不参与了。下半年从具体的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行业来看，我们现在能够看得比较清楚的行业，一个是银行业，应该来说业绩一定会有超预期增长的，然后就是房地产行业的复苏，房地产行业的复苏肯定会带来房地产公司业绩的显著增长。在大家对通胀的预期越来越明确的时候，资源类的股票一定会有所表现，比如说国家会理顺一系列资源的价格：水的价格、天然气的价格、煤炭的价格、粮食的价格，这个就属于制度变革和政策导向所带来的投资机会。

记者：这些都是金中和所关注的？

邓继军：对，但是这些都会取决于市场总体估值的情况。如果整个市场总体估值要进行调整的话，我相信这个也是泥沙俱下的，只是说有的可能下降幅度小一点，抵抗力会强一些，但是总体趋势避免不了，我们是在整个宏观大趋势判断基础上来做这样一些个股配置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



田荣华

做研究驱动型投资

田荣华说："我们公司叫'武当'，因为'武当'是讲究自身内在修养的道家的一个标志，这与投资要讲究自身研究修养的道理是相通的，我们就是要做研究驱动型的投资，使武当资产成为中国最值得信赖的资产托付平台。"

打开武当资产的网页，风起云涌之后，一轮红日喷薄而出，雁群勇往直前穿越山峰。武当投资总经理田荣华喜欢山，山峰带给他攀登的目标。在他的职业生涯中，"使武当资产成为中国最值得信赖的资产托付平台"就是他的目标。田荣华认为"投资的本质是研究"，因此他每天坚持阅读200篇以上的研究报告，每周坚持参加行业和上市公司互动研究，被同事戏称"每天不是在看研究报告，就是准备看研究报告"。

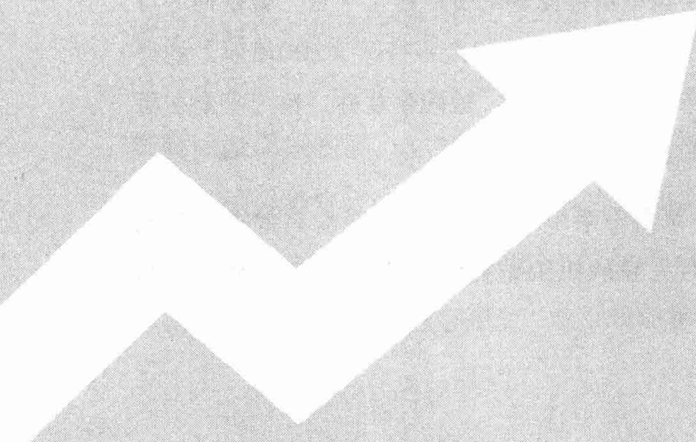
深圳市武当资产管理有限公司由田荣华于2007年6月成立。武当目前拥有13人的投研团队，建立了相对完整的组织结构，管理规范程度在行业内领先。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

田荣华1992年进入投资行业，积累了丰富的各类资金管理经验，对资本市场有系统深刻的认识。2004年以来进入基金行业，在可考证的4年公开产品管理业绩中，有3年位于同类型基金排名前两名，获得两项金牛奖，被业内誉为顶尖级实力派基金经理。

武当将投资风格定位为“稳健增长型”，田荣华表示，熊市中尽量不亏损从而大幅超越市场，牛市跟上市场，保持业绩稳定才能保持领先。目前武当旗下共有17只基金，规模居行业前列，在私募发展的初期树立了相对同业比较优势。武当资产具备超强的熊市避险能力。武当资产于2008年熊市中先后发行4个信托产品，经历百年不遇的金融危机，依然全部实现盈利。总体来看，武当产品在牛、熊、平衡市中表现稳定，因而其长期业绩优势随时间的拉长愈加明显。以武当1期为例，成立以来至今（截止到2010年8月10日）沪深300指数下跌31.37%，该产品累计增长率为59.36%。

近半年武当出于对政策退出、中小板股票高估值等因素的考量，对市场的态度偏谨慎，采取了比较稳健的投资策略，在仓位和配置板块上变化较少，对一些中长期看好的品种继续坚定地持有。武当对2010年全年市场的判断是以振荡为主，存在结构性、波段性机会，自下而上的子行业与公司选择性配置并结合阶段性仓位控制是他们2010年主要的投资策略。2010年的资产配置将主要遵循经济结构性增长的逻辑进行，主题投资关注行业结构性增长与地区结构性增长，公司关注的重点为受益于产业升级创新、内需型结构增长与地区经济发展的企业，并适时参与低估的蓝筹公司的波段操作。同时他们认为一些优秀的成长型公司会脱颖而出，大幅跑赢市场，关注此类投资机会。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资理念：成长性价值投资

田荣华将武当的投资理念定位为“成长性价值投资”，价值投资是一个专业投资者要坚守的一个基本阵地，是投资业绩能够持续稳定增长的基础，同时，讲究成长性才能更好地分享企业和经济增长带来的收益。

记者：田总掌管的武当基金系列已经发行到了17期，在此想请田总向我们介绍一下武当的产品和武当资产管理公司的整个投资理念。

田荣华：武当的产品有17个信托型的基金，其中有4个基金都是2007年发行，有两个大概发行区间是5000点，2007年的11~12月份，基本上到现在我们的主流基金在2008年都是盈利的，到现在来说投资者的收益还是比较丰厚的。总体我们基金投资回报还可以，发行也很顺利，基本上都是供不应求的。

这个跟武当这种投资理念和投资方法是有一定关系的，就是说武当投资叫成长性价值投资。我们认为价值投资是一个专业投资者要坚守的最基本的阵地，它是你的投资业绩能够持续稳定增长的最坚实的基础。我们讲的价值投资主要是有安全边际的投资才叫价值投资，相对低估和绝对低估在做价值投资就能够把风险控制好。实际上成长性价值投资，一定要讲究成长性，讲究成长性才能更好地分享企业和经济增长带给你的收益，所以我们定义这种投资为成长性价值投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

优化型组合投资管理

田荣华介绍，武当产品采取了“优化型组合投资管理方法”，通过这种方法，力求做到市场好的时候能赚钱，熊市尽量不亏钱或者少亏钱。以武当的产品走势来看，他确实做到了这一点。

田荣华：在投资方法上武当资产采用“优化型组合投资管理方法”，因为我们以前都是做公募基金的，这种投资管理方法基本上是组合管理，而且我们的管理主要是阳光私募基金，就是信托型私募基金，它也要求我们进行组合管理。

但是这个组合管理跟公募基金会有一些不同，第一点是我们的组合集中度要高一些，比如说我们的持仓比重上限可以上到20%，决策过程也比较有效率快捷一些，对公司研究覆盖得深入，认为机会比较大的一些公司我们会比较快地做出反应，配置上到5个点、10个点甚至15个点。这样保证在市场有机会的时候，我们的净值增长能够比较好一些。第二块就是风险控制。实际上武当资产完全移植了公募基金风险控制体系，这个风控体系非常的严格规范，但是执行起来我们的效率更高更好一些。风控这块我们也分得很细，对系统性风险怎么控制，对结构性风险怎么控制，怎么通过组合结构的调整来降低整个组合这种风险度。实际上如果我们判断整个市场有系统性风险，可能我们很快地决策，把投资组合里面高风险品种降到比较低的水准，效率上会高一些。所以这样做下来，就是说我们这种优化型组合投资管理方法力求做到在市场有机会的时候，净值增长能力能够比较强劲；市场有风险的时候，尽量规避系统性的风险。说的通俗一点，就是市场好的时候我们能赚钱，熊市我们尽量不要亏钱或者尽量少亏钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

阳光私募基金追求的是一种绝对收益的模式，我们一定要绝对收益，要绝对赚钱才行。这样在保证在市场有机会的时候，我们能够迅速让客户资产净值创新高，给客户带来一个长期稳定的绝对回报，这是我们的目标。

私募更强调绝对收益

“公”转“私”，田荣华坦言差别很大。首先，公募基金经理只是做一个组合管理，私募基金经理要做一个企业管理；其次，后者承受更多的压力；第三，前者做的是相对收益，后者要追求绝对收益。

记者：田总以前是公募明星基金经理，您转身做私募基金后，跟以前有什么不同呢?

田荣华：这种差别还是蛮大的，私募基金经理跟公募基金经理不是同一个层面的事情。公募资金经理只是做一个组合的管理，私募基金经理实际上要做一个企业的管理，他要运作一个企业，运作一系列的产品。做企业的概念和做投资组合的概念还是有区别的。

这种区别带来的是什么呢?第一对整个企业的运作你怎么去把握，其中也有组合。以前只是若干个投资组合的管理，现在你负责的事情、运作的事情比以前做公募基金经理要多得多。第二块承受的压力要大很多，因为这个企业的生存和发展都维系在这几只产品的运行上面，所以产品如果运行不好，你没有绝对回报，导致投资者抛弃你了，你就没有生存发展的空间，你就消失了，饭碗就没了，所以要承受很大的压力，是一个企业生存和发展的压力。第三块就是在投资上也有不同。因为我们目前运作阳光私募基金管理，它现在在中国出现这样一种行业特征，很多人都在发阳光私募信托产品。外界第三方理财机构或者外界评级机构都把大家拿到一块来评，每周都评，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每个月还评,季度评,半年度评,年度评。这样的话本身是做绝对收益的行业,因为过分频繁地评级、排名，也让它呈现出相对收益这种特征。但是你又不能够让投资者亏钱，他亏钱你就没有管理费，投资者就会抛弃你。所以我们感觉阳光私募基金管理它是在绝对收益基础上的相对收益，公募基金更偏重于相对收益一些。

我是觉得阳光私募基金管理要求更高，难度也更大，要做得好难度就更大，所以就是说需要我们投资、研究、风险控制这块要做得更好。做私募投资者会分 20% 的业绩提成给你，公募基金没有投资者的分成。所以第一,一定要做到少亏钱，第二，业绩增长要更强劲，才有阳光私募信托基金生存和发展的空间。

记者：那么当时什么动因促使田先生从公募投身私募呢?

田荣华：实际上我投身私募很巧合，因为我的工作单位长城基金是在北京，我的家现在在深圳，我当时想回深圳就离职了，也因为一批公募基金经理他们也都是转投私募，做信托产品的发行。因为我在公募基金得过两个金牛奖，信托公司还蛮欢迎我去的，给了一些优惠或者关照，比如说能够提前发等等。我就想发一个基金来试一下。我是 2007 年 11 月 12 日发第一个出来，12 月 19 日发第二个，结果一发行出来因为确实股票市场指数水准很高，在 6000 点附近，所以做起来难度也比较大。但是当时为了表现，为了争取投资者的信任，也都是很努力在做，很投入地在做投资研究和投资管理。现在看来效果还不错，投资者认同度也越来越高。

我觉得我做私募以后好像投资者认同度比我做公募的时候要更高一些，这与我们主要产品成立在熊市的初始阶段有很大的关系，风险控制不错,我们资产配置也配置得比较好。我们重点配置的资产在 2008 年的熊市,市场跌了几千点，我们还涨了一两倍才获利了结，这对我们风险控制能力和资产配置能力都是一个很大的考验。

熊市结束后，我们自己做得越来越有信心，投资者对我们的认同度也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

越来越高，也就是说明我们组建和运营武当资产公司的方法和方向也是对的，武当资产也是在不断地探索，在中国是绝对收益性买方的投资管理和投资研究的模式，我们在探索这样一种模式，希望能够不断地走向成功。

熊市取得正收益的秘密

田荣华详细解析了他在熊市中取得正收益的秘密。不同于一些采取空仓策略的私募，武当采取了一种类似于“游击战”的仓位控制，暴跌的时候空仓或者低仓位，反弹时候高仓位参与；同时抓住了少有的牛股，比如冠农股份。

记者：在大盘跌去将近 70% 的背景下，武当进行了怎样的配置才获得了正收益？

田荣华：我们也观察到，武当一期、二期都是 2007 年 11、12 月份成立的，2008 年熊市跌到 5 毛钱以下的绝大部分产品都是 2007 年 11 月份到 2008 年 2 月份之间成立的信托，所以那个时候指数点位比较高，下跌的概率会更大一些。我们当时运作这两个产品，应该还是基于比较系统的资产管理方法和投资研究方法来做的。

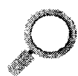
首先在大的资产控制上面，在 2008 年几个取得正收益的资产管理公司中，武当资产可能仓位相对比较高一些，没有说简单一空仓就度过去了，因为我们也要表现净值，没办法，刚一成立就不断暴跌。但是我们也做了阶段性的控制，比如说武当资产大概 2008 年有一个月是空仓的。第二就是在暴跌期间我们仓位都是比较低的，暴跌期间我们仓位是 40% 以下。暴跌完了的反弹过程中我们还会进去参与一下反弹，这样做得比较灵活。那时候基金数目也比较少一些，我们仓位控制暴跌期间有时候是空仓，有时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

候仓位比较低，有机会时仓位会比较高一些，我们在大熊市期间，仓位控制得比较灵活。

第二块是资产配置。资产配置要非常好才行，如果资产配置得不好，说实话在 2008 年武当资产这种仓位规模肯定也会亏得不少。我们是经过了非常前瞻、系统、深刻的研究以后才配置资产。我举一个例子，2007 年的 10 月份、11 月份油价往上冲破 100 美元，我们当时就配置了一些高油价的替代资源，比如说当时做经济作物，比如说做生物燃油石油替代品的化肥行业、钾肥行业、磷肥行业，主要就是转基因玉米、大豆的种植需要这些东西。我们当时就配置这些东西，基本上快配到上限了。像冠农股份在熊市里面是翻倍的。这些产品配置比较集中以后，它对冲了我们配得不好的一些个股下跌带来的净值损失。所以最后做下来熊市还是赚一点钱，这样也为我们赢来了机会。

我们不断配置一些资产，强迫自己保持对市场的跟踪和研究，保持对市场的黏度，也保持对经济这种跟踪，所以一旦经济真正转暖以后，我们也不会放弃这个机会。因为一直在研究经济、研究市场，一旦市场真正转好以后我们又会进行投资，这样的话实际上有着 2009 年良好表现的基础，2010 年武当资产的表现是在上游。



记者观察

2009 年 7 月，田荣华判断，股市如果冲过 3500 点，压力就会比较大。2009 年以来股市出现的持续上涨是提前反映了经济的复苏或者反转，一旦反应过度，就可能出现深幅调整。事实上，上证指数在 8 月 4 日达到此轮新高 3478.01 点，之后在一个月内暴跌 24%。

记者：那 2009 年您采取了一种什么样的策略，您判断宏观经济可能是一个“V”型走势，那么股市会不会也是一个“V”型走势？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

田荣华：2009 年我判断市场如果冲过 3500 点，就会出现比较大的压力，如果到了 3800 点以后，市场的供求关系和压力就会非常大，我是这样判断的，这都是有很多前提假设，我认为市场和经济都是“V”型的反转。但是中国资本市场肯定至少在这一波它提前反应经济的复苏或者反转，它什么时候会过度反应，这个我们再跟踪再研究。一旦过度反应以后，它有可能出现真正的深幅调整。

记者：我们还想请田先生向我们投资者介绍一些板块方面的趋势，您认为引领下半场股市上涨的动力可能会在哪儿，刚才我们提到主流行业像金融地产大家全在谈，它们会不会领着股市能到 3500 点?

田荣华：金融地产的上涨它会对指数的上涨做出很大的贡献，这是肯定的。现在已经在这个过程中，我们主流配置都在金融地产上面，我们觉得金融地产以后有可能其他一些机会就会比较重要了，我们觉得新能源行业、资产注入的公司，还有个性化成长性公司会是我们关注的重点。



记者观察

2009 上半年，金融地产引领大盘攀上新高，田荣华表示，下半年金融地产之后，新能源行业、资产注入以及个性化成长性公司会成为关注重点。事实证明，金融地产成为 2009 年下半年以来引领大盘不断走低的“空军司令”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



廖黎辉

坚持右侧交易

廖黎辉现任深圳市景良投资管理有限公司总经理。经历丰富的他有 18 年投资管理的经历，拥有深厚的现代金融、投资理论功底，对市场趋势及风险管理有深刻的认识和丰富的实践经验。

对廖黎辉来说，买和卖就像在黑与白之间做出选择，不存在灰色地带。当发现上升趋势到来，他会毫不犹豫地重仓操作，而不会先行少量买入，再逐步加仓；如果趋势开始下行，则坚决空仓，不需逐步止损。他的投资风格就是买入时满仓，卖出时一股不留。

当今全球证券市场中最具代表性的人物无非就是巴菲特和索罗斯。巴菲特倡导的“价值投资”理论风靡世界，被世人尊为“股神”；而索罗斯则以超人的胆略做空被称为“金融大鳄”，令世界金融市场闻之变色。在廖黎辉眼中，任何投资者都是趋势投资者，买入是认为趋势向上，卖出是认为趋势向下，而巴菲特是最成功的上升趋势发现者，索罗斯则是最成功的下跌趋势推动者。

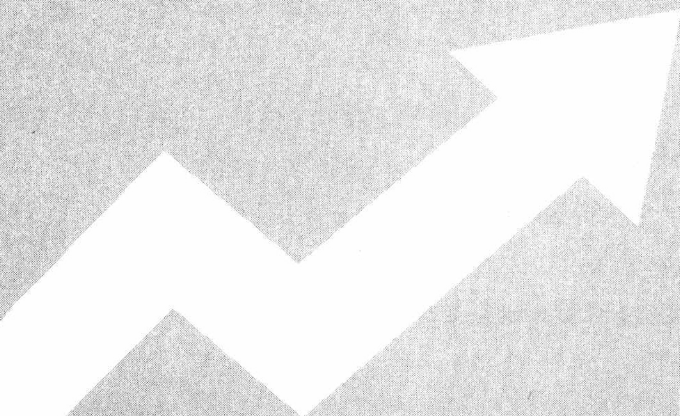
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“顺势者昌，逆势者亡。”廖黎辉认为，投资不能逆势而为，要坚持趋势已向上的右侧交易。

廖黎辉掌舵的“华润深国投·景良能量1期”成立于2008年3月4日，虽然廖黎辉已经看准大趋势，绝大多数时间空仓观望，但在博政策底心态支配下，其间入场三次，结果三次亏损，导致净值一度跌破60元。由此，廖黎辉更加坚信“投资不能逆势而为”。此后选择空仓，直到判断市场趋势出现了转折，才开始重新进场操作。2009年景良1期一直大幅超越大盘涨幅，上半年以123.81%的收益率位列阳光私募冠军，在2009年8月大盘到3400点见顶后基本上保持空仓回避了大盘下跌风险。

2008年12月15日至2009年12月15日，景良1期取得144.89%的收益率，同期上证指数上涨66.69%，在阳光私募排行榜中居于前茅。截止到2010年8月6日，景良1期净值为113.06元，同期上证指数跌幅为38.6%。

在多年的证券投资实践中，廖黎辉经过成功与失败的不断总结，建立了趋势拐点研判、仓位风险控制、相对价值投资三者相结合的能量选股投资体系。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上半年宏观经济低通胀高增长

2009 年底，廖黎辉判断 2010 上半年就宏观经济来看，应该是高增长低通胀的环境，但是也需要走一步看一步。2010 年 3 月，廖黎辉从几方面提出对宏观经济复杂性的看法：首先是人民币升值问题，由此导致外贸可能遭遇“寒冬”，通胀压力加大。

记者：请问您如何看待 2010 年宏观经济走势，是否会延续 V 型走势？

廖黎辉：现在无法确定是否是 V 字型的走势。大家担心 2010 年有可能出现通货膨胀，因为 2008 年的走势是在金融危机发生的背景下，国家主要是加大投资力度，在外贸和消费方面不振的情况下加大投资，使得经济有一个 V 型的反转走势。中央经济工作会议已经说了“调结构,促消费”，在投资这方面的力度可能会比 2009 年有所减少，但外贸这块是否会有比较大的复苏，还是有一些不确定的因素，因为外贸要取决于美国那边的情况。消费方面，可能会因为国家出台一些政策而有所拉动，但是否会有投资方面那么大的力度，能否立竿见影还不好说。

记者：您觉得中国 2010 年的走势会怎样？

廖黎辉：我们觉得只能走一步看一步。但是比较确定的是 2010 年上半年是低通胀高增长。低通胀的物价指数无论是美国还是国内来看都是比较低的，另外经济增长低于 8% 的可能性不大，所以是一个高增长低通胀的情况，这对股市来讲是比较有利的。下半年我们要密切关注物价的变化，如果国际市场原油价格上升到 100 美元以上，国内引起输入性通货膨胀，这种情况严重的话，不排除政府会采取宏观调控政策、比较严厉的调控手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

段，例如加息等等。所以我们现在对下半年比较谨慎，但是先走好第一步，看好上半年的行情。

记者：刚才您讲到了有可能政府会有加息的情况，各界对经济的看法也存在一定的分歧。2009 年 11 月 27 号胡锦涛主席主持的政治局会议上指出，2010 年要实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，您认为在这样的情况下，市场会出现什么样的走势？

廖黎辉：中央经济工作会议也是继续延续，对流动性这块是适度宽松的，起码在上半年年初会延续 2009 年货币政策，我们所关心的是要走一步看一步，因为有的不仅是由中国本身的政策决定，比如物价上涨，还受制于国际因素。所以上半年，肯定是低通胀高增长，国家有关宏观经济政策还比较宽松。下半年只有到那个时候再看情况了。

记者：当前市场对流动性的担忧比较大一些，对企业盈利恢复基本达成了共识。您认为在流动性和企业盈利双重变化下，2010 年中国股市会呈现出什么样的走势？

廖黎辉：前面的问题已经谈到了流动性这一块，大家可能比较担心流动性收紧，这样对货币政策会有一些影响。从经济工作会议透露出来的信息来说，政策上没有什么变化，所以流动性还是不需要担心的。另外，从整个经济的主要指标情况来看，现在还是一个低通胀高增长的阶段，美国那边也还没有加息，所以从这一方面来讲，整个流动性在 2010 年上半年应该不会有太大的风险，不会有太大的变化。

记者：那么企业盈利变化呢？

廖黎辉：2010 年上半年，企业盈利变化在低通胀高增长的情况下，尤其是美国经济有所复苏的情况下，可能对我国的外贸出口这一方面有所拉动，投资不会出现 2009 年这么大的投资力度。在出口方面有所拉动的情况下，我们的消费又有所复苏，因为消费复苏态势已经比较明确了，出口如果又有拉动，整体我还是比较看好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3400 点关口看好 2010 年走势

记者：欧美经济持续的动力还不是很明确，中国经济实现“保八”的经济目标已确定无疑。但是 2009 年 9 月以来 A 股市场维持了宽幅振荡的格局，向上向下的功能都显得不足，市场上现在有比较多的分歧，您怎么看？ A 股到底在犹豫什么？

廖黎辉：A 股在等什么？它等在 3400 点附近套牢筹码的真正释放。因为在 2009 年 7 月初的时候，我们当时就已经做了一个预测，大盘在 3400 点左右一定会出现调整，并且在 8 月份暴跌，所以我们在 7 月底的时候股票全部出掉了。因为在 3400 点左右是 2007 年“5.30”暴跌低点，也是 2008 年印花税利好反弹的区域，这个区域是 2008 年、2007 年两次行情的重大套牢区域，这个地方上不去了。所以到 2009 年 8 月份又来了一次暴跌，从 8 月份到 12 月份已经是 5 个月了，我认为这时候的换手已经非常充分了。现在来说它的箱体整理从 8、9 月份已经上升到了 3000 点以上，这次行情破不了 3000 点，一旦破了 3000 点它就是向上突破的过程。

记者：短期内跌到 3000 点以下的可能性是很小了。

廖黎辉：我认为在 3100 点到 3000 点之间有一定的反复，但是整体来说，这次行情上也上不了，下也下不了，也就接近一个临界点了，或者往上走，或者往下走，现在看往上走的概率比较大。



记者观察

2009 年 8 月 4 日，上证指数达到近两年最高点 3478.01 点，廖黎辉判断，3400 点是一个重要的关口，这基本上是 3 年套牢区，因为在 3400 点左右是 2007 年“5.30”暴跌低点，也是 2008 年印花税利好反弹的区域，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是两个重大行情的套牢区域。因此，只有突破3400点，大盘向上的概率才会大一些。廖黎辉之后认为这个关口很可能在2010年无法突破。

抓住阶段行情

针对股市不同阶段，廖黎辉制定相应的策略：熊市阶段，采用空仓为主，小规模超跌反弹的游击战术；熊市向牛市转换阶段，这个阶段板块轮动变换频繁，大盘指数可能是进二退一的走势，要采用板块轮动的大规模运动战；而在进入牛市上升阶段，则要采取满仓持股为主的阵地战战术，即持股不动，稳稳地赚取上升的利润。

记者：从经济恢复的周期性规律和角度来看，您觉得哪些行业增长潜力大，有望成为领跑者？哪些行业有投资规律可循？

廖黎辉：现在来做肯定是立足于2010年上半年的行情。2010年上半年的行情是在高增长低通胀情况下的行情，有一些行业会出现复苏的情况。我们也在注意一些行业，比如说像金融行业、银行、地产这种周期性比较强的行业。如果在整个宏观经济向好、低通胀情况下，这种行业会出现业绩的拐点。地产已经早出现了，但是地产受到了一些政策方面的影响。银行在第三季度开始，收入也在加大。所以我个人认为，在2010年一波创新高的行情下，金融板块是被低估的，我们是比较看好的。

记者：看来您比较看好银行和地产行业，那么它的上游行业也会因此得到一定的增长吗？比如像与地产比较相关的钢材等行业？

廖黎辉：对。尤其是现在国家对地产的开工有一些政策，不能把这个土地买了以后闲置在那里，必须要加快开发，这对它的上游建材行业应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

该会有所拉动。与此相关联的是一些化工行业，可能也会出现一个价格的增长。

记者：景良能量1期投资的大杨创世、方兴科技、宁波热电都是阶段性的大牛股，都有非常高的涨幅。您是如何抓住了这些牛股的？请介绍您的投资风格。

廖黎辉：我们的投资风格有自己的特色，可以介绍一下我们的特色在什么地方。我们把股市分成三个阶段，一个是熊市探底阶段，6000点到1600多点的时候是熊市探底阶段，这个时候是空仓休息的阶段。在1600点到3400点我们认为是熊牛转换阶段。这个时候我们做过一个统计分析，什么股票在这个阶段上涨比较快，是那种超跌股和小盘股上涨比较多的，所以在这个阶段我们选择了一些像大杨创世、宁波热电这种盘子不大、跌幅比较大的股票。在这个阶段，上涨最厉害的股票并不是蓝筹股，银行股和大盘目前的市盈率相差60%~70%的空间，它上涨慢，这是因为市场资金还刚刚从熊市过来，市场资金是慢慢进来的过程，由于资金量少，所以小盘股上涨多一些。但如果是未来行情改变，我认为2010年行情是基于牛市的主升浪第三个阶段，蓝筹股一定会跑赢大盘的。

记者：也就是您说金融股会在未来存在一定的空间，但是对于一般投资者来说很少有人做到这一点。结合您的理念，您可否比较实际地给各位投资者介绍一下2010年重点行业配置和股票选择的投资策略？

廖黎辉：我们在选择股票时是不同阶段有不同的操作策略。我们做了十多年，建立了一套行情三个阶段判断的系统。在这套系统中，当股市处于不同的阶段，我们就要采取不同的投资策略。

记者：熊市探底阶段呢？

廖黎辉：就是短暂超跌股票的游击战，仓位比较轻，基本上不做是最好的，但是有时候看着这个市场会耐不住寂寞做一下，但也是轻仓拿一点小资金来搏，这一方面我们有比较深的教训。在熊牛转换阶段，要做超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跌股票，热点变化很快，就要紧跟着市场的热点来。但在第三阶段，是行情主升阶段了，就要拿得住股票，不要放手，这是我们实践中总结出来的规律。

至于刚才您说到在下一阶段的投资策略，买什么类型的股票，在整个股市处于牛市阶段的情况下，要选择一些周期性行业股票。对我们来说是比较看好强周期性行业的股票，随着行业复苏开始往上走了，这时候不要看流通盘的大小，因为资金会源源不断进入市场。蓝筹股一般都是市值比较大的一些股票，这时候一定要看业绩了。

记者：在 2009 年大多数的资金会进入像房地产这样的行业，买一些房地产，害怕通货膨胀。但是到 2010 年，随着资金源源不断进入市场，一些周期性比较强的股票会存在机会。

廖黎辉：对，强周期性行业，比如说地产金融，还有一些化工行业，建材行业。另外我们比较关注证券行业。还有刚才我讲的有可能是 2010 年要是会出现比较大的通货膨胀，原材料方面的一些行业，比如煤炭、有色金属等等会有一些比较好的投资机会。当然，消费类我们主要还是看好汽车类股，国家政策比较鼓励。

记者：新能源汽车吗？

廖黎辉：新能源汽车还是概念性比较多一些，真正基于市场还是有一个过程。那种面向农村市场的小排量汽车我们比较看好，现在村村通公路了，农村消费能力在增长，我们比较看好小排量汽车行业。



记者观察

2009 年，景良能量 1 期投资的大杨创世、方兴科技、宁波热电都是当之无愧的牛股。其中大杨创世在 8~10 月两个月间将近翻三倍，廖黎辉介绍，他抓住了熊牛转换期超跌和小盘股涨幅居前的特点，这也成为景良能量 1 期取得良好收益的原因之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以全球的眼光看投资

2010年4月，在首届私募尖峰论坛上，廖黎辉做了主题发言，从股市转型期三个“打通”因素和全球经济发展模式所带来的影响，发表了他的投资观点。

廖黎辉：最近一段时间我们考虑最多的还是中国宏观经济进入了一个转折点时期，调整结构的时期，我们在投资上也进行了一些比较深入的思考，更多是从全球角度来考虑投资上的一些变化。所以，我要介绍的就是以全球的眼光来看投资。

改革开放30年中国的财富秘密

中国改革开放30年来取得了很大的发展，中国富强起来了，有些数字我比较关注：1980年城乡居民储蓄存款余额大概是390亿元，那时候老百姓存款只有30元钱，人均储蓄600多元，现在增长了500多倍，这30年来我们的GDP每年都是呈现10%左右的增长，如果不做投资很难跟上经济发展的程度。我们经济结构中很大一块是由外贸拉动、房地产价格上涨带动整个国民财富的提高，这30年来主要是外贸出口拉动经济增长。

以出口为导向来看，我们发现世界上出口导向经济经历了从欧洲二战以后转向美国，20世纪60年代左右转到日本，之后是东南亚四小龙，1997—1998年亚洲金融危机以后转到了中国。中国从20世纪90年代开始，经济稳定，外汇储备也是从20世纪90年代开始一直到现在达到了2万多亿的外汇储备水平。

中国作为一个世界工厂是以出口导向为整个经济发展动力的，它有两方面决定性的因素。第一是土地价格便宜，第二是劳动力成本丰富和低廉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20 世纪 90 年代所有到中国来投资的，基本上只要来投资，土地是零成本给你的，当时中国人口红利也是刚刚开始，导致了世界工厂向中国的转移。现在到了 2010 年，这条路是否能够继续走下去，还能存在多长时间？现在整个中国经济也是处在一个转折点，这个转折点大趋势的变化必然影响证券市场的变化。

我们看一看 20 世纪 60 年代二战时的美国股市，再看看 1970—1989 年日本股市达到 39000 多点的情况，再看看我国沪深两个交易所的情况，如果 20 世纪 70 年代大家买日本的房地产，在 20 世纪 90 年代末期把它卖掉就会挣大钱了，然后随着这种产业往中国的转移，你在 20 世纪 90 年代初买中国任何一只房地产股票，到现在也是上涨得很厉害了。从这一方面我们看到了世界产业转移的过程带动了整个国民财富的飞速增长。

现在经历了 2010 年，制造业转移有很重要的一个因素，一个是土地价格便宜，还有劳动力成本低廉，这两个因素决定了经济有没有增长的条件。我现在认为，中国经济走到现在，这两个优势并不是已经丧失，而是在慢慢丧失，土地价格不用说了，我们的房子价格现在比日本、美国还要高，5 年以后中国劳动力人口红利也会消失掉，所以中国以外向型经济为主的道路将要面临很大的转型。

由于以上这两个方面，如果中国经济不进行大的转型，从大的宏观上我们不能指望未来中国经济还会延续 10% 以上的高增长，这是不太现实的一个问题。

2010 年经济走向何方

第二，我们想谈一下中国经济和其他国家，尤其是和日本的一些比较。日本经济在 20 世纪 70 年代腾飞，80 年代末期经济见顶，1985 年日元加速升值，使得境外游资不断涌入日本市场，这是日本股市涨幅最快的时期。日本泡沫的破灭是在第二次日元升值以后，升值以后稍微贬值了一下，在第二次升值时，日本房地产泡沫破灭，带动整个经济泡沫破灭，日本股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在 1989 年达到了 39000 点以后，后面一直在 20000 点左右，低点是 8000 点左右。

还有一个有趣的现象，日本股市从 1971 年上涨到 1989 年最高的时候，大概上涨了 17.55 倍；从 1994 年我们股市最低的 330 点左右到 2007 年 6000 点，也是 17.35 倍左右，日本上涨了 8 年左右，我们也是 8 年左右，周期都差不多。所以，这带给我们一个疑问，中国股市经济结构和当时日本有一些类似的地方。不过，中国人均 GDP 还是非常低的，这是和日本不太一样的地方，但是我们在外向型经济和劳动密集型产品上和日本差不多。1988、1989 年的世界首富是日本房地产界的老板，他当时买了日本很多的土地，主要做酒店和高尔夫行业。房地产的泡沫非常厉害，但是中国现在这个泡沫还没有破灭，肯定会有一天破灭，至于什么时候破灭不好说。

另外我们比较关注日元第二次升值时破灭了，它在第一次没有破灭。人民币在 2005 年升值了 20% 以上，之后再没有升值，现在美国压迫中国人民币升值，我们从国内情况来看通胀苗头已经开始起来了。通胀在国内来讲，人民币是贬值的，但从外部来看人民币就是升值的，这对于中国以前的外贸出口型导向经济结构打击非常大。因为我国外贸企业的利润率不到 5%，外贸企业面临了非常大的打击。所以，在这样一种情况下，我们也比较关注 2010 年人民币是否能顶得住美国的压力，如果我们从整个宏观经济三个要素来看，一个是投资，一个是出口，还有一个是消费，这三个因素中，2009 年和 2010 年我们的 GDP 主要靠投资拉动，前几年外贸出口又占了 60%~70% 的比重，我个人认为靠投资拉动经济增长并不是持久的，如果说外贸难以为继，投资方面也难以为继的话，中国经济在后市来说是很困难的，这是非常复杂的一年。所以，温家宝总理在两会期间讲到 2010 年中国经济是非常复杂的一年，对内来说有一个通胀的压力，对外有升值压力，两方面压力对我们来说都是不利的，所以我们的看法对 2010 年股市行情相对来说还是比较谨慎的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

转变经济结构对未来至关重要

中国有一个最大的优势，就是人均 GDP 比较低，中国消费水平非常低，这是我们最大的一个优势。能否提升广大低收入人群和农村的消费，这对我们来说是至关重要的。因为外贸难以保持过去的高增长，在固定资产投资上流动性受到了很大的影响，在这样的情况下，整个经济要有很大的转型，转型到以消费为主，这个转型的过程不是一两天能够完成的，起码也要几年时间。

如果人民币升值能够带给我们比较好的时间，有这么一个三四年，我们的结构转型又完成了，整个中国经济还是能够保持比较高的增长。但是这块应该还是一个博弈的过程，中国政府要和国外，尤其是美国进行博弈，要看我们能否抓住时机，迅速转变我们经济结构，这对未来来说是至关重要的。

三个“打通”造就股市转型期

从这些方面分析，大的宏观经济来看，整个中国经济处在转型时期，股市也是一个转型时期。整个经济情况一定会影响到股市的变化，2010 年股市内部结构又有一个很大的转变，体现在三个方面：首先，2010 年是真正实现全流通的第一年，全流通就是打通了产业资本和金融资本的渠道。第二，做多与做空的通道被打通了，以前做不了空，只能把股票做上去才能赚钱，现在马上要有股指期货了，做多做空也被打通了。第三，2010 年我们要开的国际板，又可能把境内和境外打通。这三个“打通”会深刻影响到我们整个市场的变化，所以股市也像温总理讲的是最复杂的一年。

基于这样一个整体的判断，我们觉得在这样一个比较复杂的过程中，大盘不会有太大的空间，不会像 2009 年有一倍以上的升幅，2010 年我们的判断是在振荡中寻找突破的方向。

从 2009 年 8 月份调整到现在大概有 9 个月左右时间，从上档周期来看是 2008 年 11 月份到 2009 年的 7 月份，到 2010 年调整差不多 9 个月，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2009年10月份以来就是在2900点到3300点振荡，我个人认为股指应该会有一个方向性的选择，相信整体区间可能会突破，这种振荡应该在第二季度进行选择，不可能老在箱体中进行振荡，所以未来我们应该在振荡中寻找方向，这个方向到底是向上还是向下，我觉得都有可能。

从大的方面来看，整个经济从市场情况来说是有利于股市的，因为我们通胀不太高，但利率又是负利率，所以有利于银行资金进入股市，这是一个有利因素，但同时又受到了政策方面一些不利因素的影响，鉴于市场因素是有利于股市的，所以向上突破也有可能。如果是政策比较偏空，人民币升值压力比较大，不排除向下突破的可能。所以，我们现在无法完全预测它这个月或者下个月是向上还是向下突破。我觉得我们现在只能看一看，如果真正能够向上突破了，我觉得我们确实是信心比较足。

未来的方向，我也是比较看好一些的，因为我们有一些其他模型的研究。3400点是一个重要的关口，这基本上是3年套牢区，2008年4月24日在3400点左右，2009年又到了3400点左右，3400点是一个套牢区，所以我认为未来突破3400点比较好，相对来说就会进入慢的发展。但是如果内外因素更复杂一些，3400点也未必能够在2010年突破。

市场整体来讲就是一种振荡行情，跌也跌不多，涨也涨不多，就是一个牛皮市。我们面对这样的情况，尤其是股指期货推出以后，往下掉太多马上有做多力量，往上涨太多就有做空的力量，所以我个人认为振荡市可能性还是比较大一些。

看好不受经济周期影响的新行业

最后，基于这样一个判断，我们不是很看好完全靠高投资、外贸拉动的行业，因为整个中国经济面临结构转型，对以服务业为主，不受经济周期影响的一些新行业来说，中国这么大一个市场，未来面临发展机遇，所以我们整体还是看好一些高成长的行业，尤其是服务型的，不是靠大量固定资产投入和资金投入的行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



吴险峰

“透明”市场操作

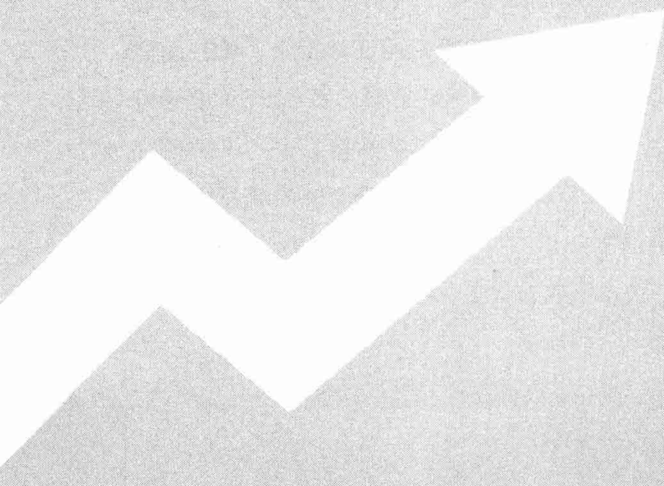
当前，很多人对阳光私募的印象还停留在雾里看花的阶段，觉得这是一群神秘的群体，而许多私募基金经理也不愿过多面对公众，许多私募公司连网站都无从找寻。而吴险峰，无疑是神秘群体中的“透明者”，他的“透明”表现在两方面：一方面发行阳光私募产品——龙腾，净值透明；另一方面，他所有的投资信息都在网站上予以公布，投资过程透明。

吴险峰，深圳龙腾资产管理有限公司董事长，投资总负责人，理学硕士，中国大陆和香港两地注册证券分析师。1992年开始证券投资，曾任蔚深证券研究员、自营业务操盘手、国泰君安（香港）研究员，获2005年度香港证券市场原材料行业荐股全球第一名（彭博资讯全球荐股排名）。证券研究及投资经验丰富，具备国际视野，擅长挖掘具备长期投资价值的成长型潜力公司，对证券市场的估值和博弈有深刻认识。投资理念是“估值+博弈”，即“价值”是前提、基础，“博弈”是追求收益最大化而加入其中的变量。基于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此，投资原则就很好理解，以公司价值为基础，寻找市场中的博弈机会。

回首2008年，不出现亏损的阳光私募产品为个位数。既然是百年难遇的危机，对于多数基金经理来说是迎头一棒，对于当期阳光私募来说，如不空仓，无一幸免。2008年2月成立的信托产品可以说都生不逢时。2009年初，经过熊市扫荡，华润深国投·龙腾证券投资集合资金信托计划产品单位净值甚至只有49.19元，损失过半。犹如戴尔·卡耐基所说："我们若已经接受最坏的，就再没什么损失"，从那时，吴险峰绝地反击，一年之后，2009年，以141.98%的增长率排名阳光私募基金第五名，超越沪深300指数57.75%，离最低点净值几乎翻三倍。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

振荡期蓝筹难有大行情

2010年"五一"前夕，房地产政策频出，央行对经济形势的判断已经从复苏或者稍微过热，明确转变为经济过热明显，这使得货币政策的调控预期逐步加强，流动性收紧的影响成为笼罩在投资者心中的阴霾。股市动荡剧烈，忽而下跌一百多点，忽而又暴涨几十点。吴险峰判断，基于宏观调控背景，大蓝筹难有大行情。

记者：近几天以来，股市的波动是比较大的。上证指数动辄大跌一百多点，在市场笼罩看空阴霾之时，忽而又暴涨几十点。大盘未来的走向和热点转换都存在一定的不确定性，您如何看待近期的大盘走势?

吴险峰：股市如"棋"局局新，所以每个阶段都有每个阶段的特点，我们判断这个阶段由于资金面和宏观经济基本面决定了大市值的大蓝筹可能很难有大的行情，在这种背景下，符合结构调整的一些中小市值的企业，未来它的成长性会逐步体现，股价也可能会有持续上升的机会。

挖掘"结构性牛市"机会

对于多数投资人来说，眼光都投在上证指数、沪深300。吴险峰认为，要辨伪存真，中小板指数在蓝筹低迷的掩护之下，悄悄创出新高，他将这种现象定位为"结构性牛市"。抓住"结构性牛市"机会，龙腾的收益率也在逐步创新高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：目前上证指数一直在3000点左右徘徊，就您个人来看，您是看空还是看多的因素比较多一些？

吴险峰：我们看市场，不能仅仅只看指数，或者看指数你也要看分类指数。我们看中小板指数其实就很清晰，市场是在逐步创新高的，这段时间我们把行情定义为"结构性的牛市"，我们的操作也采取牛市策略，就是坚决地满仓操作。而且从我们的收益率来看也不错，逐步都在创新高。



记者观察

2010年4月16日，中国股市中具有里程碑意义的股指期货正式面市。然而由于政策原因，私募基金受阻于"严控风险、平稳推行"的思路，开户无门。对于股指期货对实战的影响，吴险峰介绍，股指期货推出前，他们的组合中曾以大盘蓝筹特别是金融股为主，但通过市场观察，果断出掉地产、银行。事后来看，受政策接连出击，地产股成为4月的"空军司令"，金融股跟之上演"跳伞"行情。

记者：股指期货推出之后，可能对市场也有一定的影响。您怎么看待这个影响？龙腾资产是否也参与了股指期货的交易？

吴险峰：首先我声明一下，作为私募资产管理人，我非常迫切希望利用股指期货丰富我们的组合和投资手段，但目前我们管理的阳光信托暂时还没有得到证监会的认可，所以还不能参与股指期货的买卖。

至于股指期货对市场的影响，其实我们之前也做过一些预期，比如大盘权重股是不是在静态估值比较低迷的情况下，受这个事件影响，可能估值会有一个提升。其实我们的组合中曾经一度也会以大盘蓝筹股，特别是以金融股为主，后来我们观察到市场的盈利效应和市场的投资气氛以后，我们在股指期货推出之前就比较果断地先把地产股出了，在股指期货推出的当天我们把金融股也基本上出尽，调整到符合国家产业结构调整的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些新型产业上面去了。

记者：您还是非常迫切希望能参与到股指期货市场当中去?

吴险峰：是的，我们不是为了参与而参与，而是有了股指期货以后，我们管理资产多了一些投资工具，它从某种角度可以对冲，可以做期市性的放大收益，这方面都可以达到。所以，这种工具我认为对我们资产管理人来说应该是一个好的工具，但我并不是建议所有的投资人都去参与股指期货，因为股指期货毕竟是个零和游戏，加上手续费等，其实是个负和博弈，所以，很多投资人在这场游戏中很难有斩获。

记者：还是要根据自己的风险偏好和实力去决定是否要参与股指期货的交易。

吴险峰：对。

记者：刚才您说目前的市场不能单纯以某一个指数来看它好与不好。您对未来的市场走势怎么看?比如从 2010 年第二季度到下半年之后，影响市场走势的关键因素是什么?

吴险峰：影响市场的关键因素，就我们对金融市场、证券市场的理解更多是看流动性。在我们投资手记中，年初以来基本上一直维持这个判断，就是市场的流动性是中性。为什么说是中性呢?从积极的货币政策的退出来看就是非常显著的，但从另外一个角度，利率又处于历史最低水平，在利率最低水平之下，作为社会的资金，包括居民的储蓄资金应该都不倾向于储蓄而倾向于投资，从低利率角度会倒逼一些流动性出现。但从信贷的角度，明显会比 4 万亿信贷来得紧张得多。

两方面作用以后，我们一直判断市场流动性是中性。在中性流动性背景之下，我们认为，可能大盘权重股确实很难有所表现，相对一些小市值股票很难产生盈利效应。这其实仅仅是一方面，更重要的是，我们现在处于什么时期?我们认为，按过去我们的传统经济增长模式，靠追求 GDP，靠固定资产投资，靠刺激出口，我觉得这些模式都难以为续。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现在更关键的是我们如何培育新兴产业，如何刺激内需。因为我们过去，特别是2009年主要靠固定资产投资这种增长模式。一旦我们对固定资产投资依赖比较低的时候，消费又没跟上，新经济又没跟上，我们的经济增长水平可能会下一个台阶。我们也在考虑，正是因为在这种背景之下，我们看到第一季度的GDP是11.2%，所以政府才果断地对房地产进行了政策的压制，其目的更多的是要进行结构性的调整，因为有了底气，我们GDP增长还可以。

另外一个可以预期的事情是，一方面在打压传统增长模式的同时，另一方面一定会出台新的经济增长模式的刺激政策，包括消费、新能源、新经济。

“新蓝筹”将在经济转型中诞生

当前市场中关于估值的争议不绝于耳，吴险峰提出，在行业不同发展阶段，企业估值方式不同，成长性企业如果能抓住行业发展机遇壮大，就不能称其为“概念股”。吴险峰大胆预言，如果经济能顺利完成结构调整，未来5到10年后，中国资本市场将发生很大变化，很多蓝筹股将在现在投资的中小市值股票中诞生。

记者：从您的投资手记中可以看到，您对当前的热点判断仍然是宏观经济结构调整，科技、消费、低碳、节能环保、医药、新经济、区域经济等具有更长期的一些机会，也就是一些行业处于增长的状态，另外一些行业是下降的状态。

与“牛市状态”中的概念股票相比，大盘蓝筹股目前已经到了“地板价”，比如银行股的估值可能已经到了10倍左右，快成为熊市状态了。您如何看待两者差异化?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

吴险峰：这个问题很好。对企业估值来说，行业不同发展阶段采用的估值方式是不同的，一旦我们认为这是成熟产业，它的估值更多看股息收益率，我的股息收益率能不能达到定期存款的水平，如果能达到我不如去买股票，不会取向于定期存款。从我们观察海外基金经理投资模式来讲，也大致分为两类：一类比较追求稳健，投资传统产业，通过股息分红率来获得他的稳定投资回报；还有另外一部分资金其实就是追求企业的成长性。在企业成长过程中面临不确定性，如果这些企业能够抓住行业发展机遇，由小变大就不是概念股了。特别是作为资产管理人来说，我们还是倾向于找一些目前是小市值，未来是大蓝筹的股票。因为我们证券市场结构确实有很大的问题，大部分所谓蓝筹股都是传统产业，如地产、银行、交通、石油、石化、钢铁等，所以，我觉得如果中国经济能真正很好地完成结构调整，我们可以大胆地预期 5 年、10 年以后，中国的资本市场会发生很大的变化。你发现很多蓝筹股就是在我们现在可能投资的中小市值或者中等市值的股票中诞生的。

"透明"即信任

吴险峰一直将投资手记公之于众，他认为，投资并不是一件神秘的事，而通过公开投资信息，可以与投资者、机构保持信息透明，建立信任关系。

记者：您刚才也提到了很多不同类型的股票，好像这些信息您都是公开的。对很多基金经理来说，股票、仓位都是秘密，但在您的投资手记中选择公开的原因是什么呢？

吴险峰：本来自己写投资手记是我个人的习惯，每周会做一个总结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但既然我们一直在做这个工作，我就认为不要把投资做得很神秘。我们只是不断地理解市场，然后通过对市场的正确理解构筑我们的投资组合，如果判断市场正确，我们就能够获利。我是从这个角度去考虑的，并不觉得这是件秘密的事情。既然这个工作也在做，投资人在我们公开以后，对我们投资放心了。以后我们可能还要跟不少中介机构合作，比如银行、信托、券商，我相信通过我们的信息透明，他们认为我们不存在不确定性的风险，或者"老鼠仓"那些内幕消息的风险，我们可以通过这种方式增进与合作方的信赖关系。

"止损止盈双向预警和强平机制"止损

由于投资偏好成长股，那么风险无疑加大。因此龙腾资产采取"止损止盈双向预警和强平机制"，止损位定于10%，而如果在短期股票出现较大升幅，也会强制性止盈。

记者：您的投资理念是"估值＋博弈"，博弈中也会有风险，您怎么看待博弈中的风险？您的风控措施是怎样的？

吴险峰：龙腾资产管理公司的投资风格倾向于成长股，但成长股就存在成长达不到预期时股价跌幅比较大的情况，所以，我们对风控方面特别重视。我们在行业内也采取比较独特的"止损止盈双向预警和强平机制"，止损放在10%。当我们买入以后，股票跌破成本价10%的时候，我们就一定要进行处理。当然，这个处理的方法有两种：一种是当我们的配置并不多，而我们对这类公司又特别看好的时候，跌10%就是正好加仓的时候。另一种机制下，当我们已经买到仓位比较重，但确实也跌了10%，那毫无疑问一定要进行止损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另外，我们向上还有止盈。短期之内，我们是定一周，比如我们认为现在是牛市策略，股票一周有20%的升幅，我们一定要强平一半出来。这样做的目的是为了控制净值的波动。我们做这个事情的一个前提，是认为我们可以把公司研究清楚，但我认为短期的走势是不可测的，所以，我们通过纪律的方式来控制风险，控制净值的波动。

博弈就是“少亏多盈”

2007年组建公司，经过熊市历练，吴险峰认为投资中最重要的事情在于“博弈”过程中能做到纪律性，亏损能控制，盈利要放大。

记者：您认为投资中最重要的是什么？

吴险峰：其实投资最重要的是刚才提到博弈。经过这么多年的时间以后，我们对于博弈有一定的理解：亏要少亏，盈利争取多盈。当我们的博弈能做到纪律性，亏损能控制，盈利能够相对放大的时候，即使面对五五概率的市场，我们也会赢。如果通过我们的估值，对市场的理解，我们的胜面远远超越五五概率的时候，那我认为“估值+博弈”的结合在证券市场赢就是必然的。

投资要看宏观

对于投资顺序，吴险峰介绍，第一要关注流动性，由此判断采取何种策略；第二要看哪些行业值得配置，而选股只是实现对市场的一个理解手段而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记者：刚才说了关于很多投资理念的问题，可能对于选择一家上市公司或者做一个投资，会有一些排序，比如我们要从宏观经济开始看，到行业的选择，再到选择公司，您在选择的过程中，这个先后顺序如何？

吴险峰：这个问题非常好。我们对 A 股市场有这么一个理解，我们认为，60% 的利润来自于对市场的理解，40% 的利润来自于企业的增值。在这个理念之下，当然，我们首先看宏观，宏观不仅仅是宏观数据，宏观经济向好还是向差更多是经济学家所做的事情；我们看宏观，第一把流动性放在最重要的权重位置；第二看经济，看 GDP，看 CPI；第三更多是看宏观经济政策，我们会把这几个影响因素作为变量综合考虑。

记者：谁先谁后？

吴险峰：流动性是权重最重的，通过这些考量来判断我们在这个市场上采用什么投资策略，是采用牛市策略、积极策略、中性策略，还是防守性的熊市策略，这是我们大的策略。

具体到我们选择投资品种，该怎么投资的时候，我们更多倾向于自上而下。因为我们认为 60% 的利润来自于市场，你可以认为，现在即使大市值蓝筹股中确实有不少是被低估的，但在市场气氛不支持你炒作大盘股的时候，大盘股没有盈利效应的时候，我们何必去硬往这里面钻呢？所以，我们先自上而下，先看哪些行业是值得配的，看市场气氛，市场的投资兴趣在哪里。有这么一个大的判断之后，选股只是实现我们对市场理解的一个手段而已。

当然，由于我们 40% 的利润来自估值，一般只要是重仓股票都会去上市公司看，一是我们要排除地雷，地雷不能踩，二是我们要了解公司的基本情况，基本面支持它做价值提升的股票我们可以做长线一点，如果公司基本面并不支持这个企业价值提升，但又符合市场热点，我们很清楚，这适合做短线，但对投资标的我们一定要清楚。

记者：投资标的哪些方面是您比较关心的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

吴险峰：大的是新经济，顺应经济产业结构调整。在这个背景之下，科技类的公司我们就配置比较重一点。当然，科技类覆盖面又很广，既包括新能源、低碳，也包括医药，有不少医药企业也属于科技型的企业，有些传统的产业，它能替代进口的产品，我们认为其实也是属于这种符合产业结构调整方向的产业。

力求规模与业绩的匹配

2010年上半年，私募基金规模进一步壮大，2009年业绩可圈可点的私募基金几乎都在趁势迅速扩容。吴险峰认为，规模扩大一定会影响业绩，但是龙腾将控制股票在组合中的占比，即其买卖不会对市场形成明显的冲击成本。他有信心做当前规模的10倍而仍能保持现在规模的业绩水平。

记者：无论从成立的时间来看还是业绩，龙腾可以发行更多的产品，近期有没有发产品的计划？您怎么来看待规模和业绩的关系？您怎么看待规模和排名的关系？

吴险峰：龙腾成立了三年，阳光产品运作了两年多，应该说我们的业绩和在行业内的知名度，在我们的规模之上，也就是说我们的规模确实有点落后，这可能与团队整个核心竞争力在哪里有关系。我一直强调我们核心竞争力在投研，不是在销售，某种角度说不是在忽悠，也可以说我们的销售有短板，现在我们已经积极改善这方面的不足，我们与银行、信托在积极接触。不久的将来，1到2个月之内我们可能就会有新的产品面向社会发行，当然希望大家能支持我们的产品。

记者：说完了发行产品，也想问一下您对规模和业绩关系的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

吴险峰：这个问题很好。其实规模大了一定会影响业绩的，但在我们投资组合中，我们尽量保证当这个股票市值不是很大的时候，它不会超过我们组合的 10%。我们一个股票最多可以配 20%，但作为我们的产品而言，轻易不会动用这 20%，目的是当我们规模比现在再大 5 倍、10 倍的时候，我们还能不能复制这个业绩。目前至少我有信心认为，当我们规模比现在再大 10 倍的时候，我们的业绩不会有明显的影响，也就是说，我们的买和卖不会对市场形成明显的冲击成本。当然，再大就不排除会有影响了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在个人主义色彩鲜明的私募中，常常是“胜者王，败者寇”，世人最关心的永远是绝对收益。《解密中国私募》剖析给我们一个个立体鲜活的基金经理，你可以从中学习他们的投资理念，而我要建议的是更关注他们的投资精神。

——国金证券副总裁 纪路

据英国《金融时报》最新统计，2009年底全球私募基金达到1.7万亿美元，在国际投资领域具有重要的话语权；而从1999年到2009年全球对冲基金的平均净收益率为8.5%，大幅度超过传统的公募基金和养老基金。因此，发展和规范中国的私募基金业，对中国金融市场现代化具有划时代的意义；而私募基金经理又是私募基金之魂，拥有一支高素质的私募基金经理是中国金融市场之福！陈晓燕女士的新书《解密中国私募》为读者展现的正是这样一个群体，从一个侧面展示了中国金融业的未来，为中国金融业发展过程记下重要一笔。

——国都证券研究所所长 许维鸿

私募在中国资本市场似乎很神秘，一些股票的大幅起落似乎总与他们相关。晓燕通过对话的方式，清晰、深刻、富有见地的描绘出他们的内心世界。《解密中国私募》不仅给我们带来了大量宝贵的投资经验，也给我们揭开了私募的神秘面纱。

——光大证券研究所副所长 潘向东

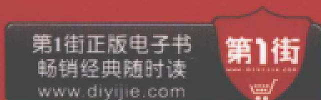
私募基金已经在A股市场拥有一席之地，但管理人的投资水平良莠不齐。在漫长的马拉松比赛中，开始的领跑者并不一定最终胜出，90%的私募基金很可能被远远甩在后面，甚至退出比赛，大浪淘沙之后留下来的才是“精英”。对于善于学习的人来说，《解密中国私募》可以让大家更深入地了解私募基金。

——民族证券研发中心副总经理 徐一钉

私募基金经理，这是一群专注于中国资本市场发展的智者，聆听他们对于未来中国经济和资本市场的思辨、多维视角的观点，定能激荡起你的灵感。

《解密中国私募》将再现私募基金经理们的市场操作场景，总结他们的成功经验，提炼他们的市场洞察，让私募不再神秘，让你我从中受益。

——著名金融证券专家 何诚颖




ISBN 978-7-5006-9517-2
9 787500 695172 >
www.cyb.com.cn
定价：38.00元